



JOAQUIM ALVES AFRICANO CALEIA

A PROTECÇÃO DO INVESTIDOR NO MERCADO DE CAPITAIS: UMA
ANÁLISE AO CASO ANGOLANO

Dissertação com vista à obtenção do grau de Mestre em
Direito na especialidade de Direito e Mercados
Financeiros

Orientador:

Doutor Miguel Calado de Azevedo Moura, Professor da Faculdade de Direito da
Universidade Nova de Lisboa

ABRIL, 2020

JOAQUIM ALVES AFRICANO CALEIA

A PROTECÇÃO DO INVESTIDOR NO MERCADO DE CAPITAIS: UMA
ANÁLISE AO CASO ANGOLANO

Dissertação com vista à obtenção do grau de Mestre em
Direito na especialidade de Direito e Mercados
Financeiros, sob orientação do Doutor Miguel Calado de
Azevedo Moura

ABRIL, 2020

DECLARAÇÃO ANTI PLÁGIO

Declaro por minha honra que o trabalho que apresento é original e que todas as minhas citações estão corretamente identificadas. Tenho consciência de que a utilização de elementos alheios não identificados constitui uma grave falta ética e disciplinar.

DEDICATÓRIA

Dedico esta Dissertação, de modo especial, ao meu primogénito Hugo Clemente de Almeida Caleia que, por motivos da frequência do mestrado, sentiu a minha ausência a partir das primeiras semanas da sua vinda ao mundo, dedicatória que se estende à sua mãe e minha companheira Edna de Almeida que, de forma dedicada, exerceu o duplo papel de pai e mãe ao longo do período de formação.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus Todo Poderoso, pelo dom gratuito da vida e pela misericórdia e por ter estado sempre comigo e me guardado no Seu manto protector apesar das minhas faltas, muitas das quais não me orgulho.

Agradeço ao Professor Miguel de Azevedo Calado Moura por ter aceite orientar-me ao longo do período de elaboração da dissertação, pela simpatia, simplicidade e solicitude demonstrada.

Agradeço ao Tito Cambanje, Apolinário Quinta e Aguinaldo Caleia, companheiros valiosos e dignos de vénia, por todo o suporte moral e financeiro. A minha condição de simples humano falível não permitirá agradecer-vos dignamente, pelo que a mim só restará a responsabilidade de rezar pelas vossas vidas e interceder para que Deus, o Ser Supremo do universo, vos cubra de bênçãos espirituais e materiais .

Agradeço aos colegas que comigo conviveram no Colégio Universitário Pio XII, à direcção e a todos os funcionários desta instituição de acolhimento de estudantes, por contribuírem para o meu conforto e bem-estar ao longo dos dois anos de formação.

Finalmente, agradeço a todos que rezaram e torceram por mim para que concluísse o curso.

Que Deus vos abençoe!

MODO DE CITAR E CONVENÇÕES

Atendendo à especificidade da investigação jurídica, houve desvios consideráveis às regras definidas pelas Normas Portuguesas n.º 405-1 e 405-4 do Instituto Português da Qualidade.

As citações dos autores são feitas, em primeiro lugar, referenciando-se o (s) apelido do autor seguido do seu primeiro nome. O título da obra vem após o nome do autor e, em regra, foi completamente identificada no corpo da dissertação.

As citações dos artigos publicados em revistas ou obras colectivas são feitas de acordo com o sistema tradicional português, identificando-se o autor com o apelido e o primeiro nome, seguido do título e do nome da revista e/ou o *site* da sua publicação, cuja referência completa consta da bibliografia.

Quanto à ortografia, preferimos não usar o Acordo Ortográfico da Língua Portuguesa de 1990, que vigora desde 2009 em Portugal, pelo facto de este não estar em vigor em Angola, porque ainda não foi ratificado pelo Estado angolano, ou seja, o trabalho foi escrito com base no Acordo Ortográfico da Língua Portuguesa de 1945 que ainda vigora naquele país.

LISTAS DE SIGLAS, ACRÓNIMOS E ABREVIATURAS

AGT- Administração Geral Tributária

ADR- Alternative Dispute Resolution

ARSEG- Agência Reguladora e Supervisão de Seguros

ASF- Autoridade de Supervisão dos Seguros e Fundos de Pensões

BdP- Banco de Portugal

BNA- Banco Nacional de Angola

Cfr.- Conferir

Cód.DC- Código de Defesa do Consumidor

Cód.MVM- Código do Mercado de Valores Mobiliários

Cód.VM- Códigos de Valores Mobiliários

CMC- Comissão do Mercado de Capitais

CMVM- Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CNSF- Conselho Nacional de Supervisores Financeiros

CRA- Constituição da República de Angola

CREL -Centro de Resolução Extrajudicial de Litígios

CUT- Conta Única do Tesouro

D(L)P- Decreto (Legislativo) Presidencial

ENSA- Empresa Nacional de Seguros e Fundo de Pensões de Angola

EO- Estatuto Orgânico

IOSCO- International Organization of Securities Commissions

KYC- Know Your Costumer

LBIF- Lei de Base das Instituições Financeiras

LDC- Lei de Defesa do Consumidor

LGT- Lei Geral do Trabalho

MiFID- Markets in Financial Instruments Directive

PROPRIV-Programa de Privatizações

OGE- Orçamento Geral do Estado

SEC- Securities & Exchange Comission

SII- Sistema de Indemnização dos Investidores

DECLARAÇÃO DO NÚMERO DE CARACTERES.

Declaro que o corpo desta Dissertação, incluindo os espaços e notas, ocupa um total de 199.931 caracteres.

RESUMO

O mercado de capitais existe formalmente em Angola há 15 anos. Ao longo desse período, tem havido sucessivas alterações ao Código de Valores Mobiliários que é a lei base desse subsector do sistema financeiro, visando adequá-lo às novas exigências do sector. No entanto, o seu crescimento tem sido muito lento, não acompanhando a evolução legislativa.

Nos vários diplomas que tratam da matéria, a protecção do investidor é tida como uma das principais finalidades da supervisão do mercado de capitais, revelando a relevância que se atribui ao investidor para o crescimento do mercado.

Com essa Dissertação, pretende-se destacar a importância da protecção do investidor para o desenvolvimento do mercado de capitais em Angola, analisando os mecanismos existentes para a sua concretização.

Palavras-chave: protecção do investidor; mercado de capitais; Angola; supervisão.

ABSTRACT

Angolan capital market does exist formally for 15 years. Throughout this time there have been many successive amendments to the Securities Code which is the basic legal act of this subsector of the financial system in order to adapt to the new requirements of the sector. However, its growth has been slow and not following the legislative evolution.

In every diplomas that deal with this matter, investor protection is considered the main goals of capital market supervision, revealing the importance attributed to the investor for the growth of the market.

This dissertation one intends to highlight the investor protection importance for the development of capital market in Angola, analysing the existing mechanisms for its realization.

Key words: investor protection; capital markets; Angola; supervision.

INTRODUÇÃO

O mercado de capitais representa um subsector do sistema financeiro de grande relevância para o desenvolvimento económico de qualquer país. Dentre os vários participantes deste mercado, os investidores são claramente a figura principal, cuja protecção representa uma das condições para o crescimento do mercado de capitais. Esta Dissertação está dividida em quatro capítulos.

O primeiro capítulo apresenta um breve historial sobre o sistema financeiro angolano, destacando o surgimento do subsector de mercado de capitais no país. Ainda nesse capítulo, apresenta-se o conceito, funções e classificação do mercado financeiro, destacando-se o mercado de capitais e os pressupostos exigidos para a admissão à negociação no mercado obrigacionista e accionista nacional.

No segundo capítulo, discute-se a figura do investidor, em contraposição, a do consumidor e a classificação que se tem feito às diferentes classes de investidores, evidenciando as consequências práticas dessa classificação. Nesse capítulo, são apresentados os fundamentos e os limites da protecção do investidor no mercado de capitais.

Por sua vez, no terceiro capítulo discute-se a questão sobre a regulação e supervisão do mercado de capitais, referindo-se sobre os perigos da inovação financeira para os investidores. Outrossim, esse capítulo ressalta a importância da independência das entidades supervisoras do mercado de capitais.

Finalmente, no quarto capítulo, são apresentados os mecanismos gerais e específicos existentes na ordem jurídica angolana, visando a protecção do investidor do mercado de capitais, destacando-se a exigência da prestação de informação e formação ao investidor bem como do fundo de garantia.

CAPÍTULO I: SISTEMA E MERCADO FINANCEIRO ANGOLANO

1.1 Breve percurso histórico

A institucionalização do sistema financeiro, na então província ultramarina de Angola, deu-se em 1865 com o surgimento da primeira sucursal do Banco Nacional Ultramarino que desempenhava a dupla função de banco central e comercial, emitindo notas, recebendo depósitos e concedendo créditos. Entretanto, em 1924, foi criado o Banco de Angola com sede em Lisboa, que passou a ser o detentor do poder exclusivo de emissão de moeda, exercendo, ao mesmo tempo, o comércio bancário. Em 1957, fundou-se o Banco Comercial de Angola, considerado o primeiro banco de direito angolano. Além desse último, exerciam a actividade bancária comercial o Banco de Crédito Comercial e Industrial, o Banco Totta Standard de Angola, o Banco Pinto & Sotto Mayor e o Banco Inter Unido¹.

Com o alcance da independência em 1975, Angola herdou a estrutura do sistema financeiro colonial, não obstante a adopção duma nova filosofia do mercado consubstanciada no modelo de economia planificada. Consequentemente, o Banco de Angola continuou a desempenhar a função de banco central e emissor, além de exercer a actividade comercial. Porém, ante as transformações políticas que se foram verificando, o novo Governo optou pelo confisco dos activos e passivos do Banco de Angola e criou o BNA através da Lei n.º 69/76, publicada no Diário da República n.º 266 – 1.ª Série de 10 de Novembro de 1976. O mesmo processo de confisco deu-se com o Banco Comercial de Angola, cujo capital deu origem ao Banco Popular de Angola (BPA). Assim, a actividade bancária passou a ser exercida apenas pelo Banco Nacional de Angola (BNA) enquanto banco emissor e comercial e o BPA limitava-se a captação de poupança particular, porquanto lhe era vedada a actividade de concessão de crédito que era exclusiva do BNA². No mesmo sentido, foram confiscadas todas as empresas que actuavam no sector dos seguros que deram origem à Empresa Nacional

¹ FILIPE, Valter. *O Banco Nacional de Angola e a Crise Financeira*. Mayamba, 2012, p. 19-20.

² PERES, Jorge Leão. “Caracterização do Sistema Financeiro Angolano”. In *InforBanca (Revista do Instituto de Formação Bancária)*. Ano XXI, nº 80, Abril-Junho, 2009, pp. 4-6.

de Seguros (ENSA), em 1978, tornando o exercício da actividade seguradora exclusiva do Estado³.

Apesar de ter sido referenciado pelas sucessivas leis das instituições financeiras que vigoraram no sistema financeiro nacional, o mercado de capitais apenas foi formalmente institucionalizado no ano de 2005 com a aprovação da Lei dos Valores Mobiliários n.º 12/05, de 23 de Setembro. Essa lei veio mais tarde a ser revogada pela Lei n.º 22/15, de 31 de Agosto que aprovou o Código de Valores Mobiliários (doravante Cód.VM).

O ponto mais alto do processo de institucionalização do mercado de capitais verificou-se em 2013 com a aprovação de vários instrumentos jurídicos a ele relacionados nomeadamente:

- a) o Decreto Legislativo Presidencial n.º 4/13, de 9 de Outubro que aprovou o regime jurídico do mercado regulamentado da dívida pública titulada;
- b) o Decreto Legislativo Presidencial 5/13, de 9 de Outubro que aprovou o regime jurídico das sociedades correctoras e distribuidoras;

³ MANUEL, Leonildo João Lourenço. *A responsabilidade do emitente pelo conteúdo do prospecto*. WA Editora, 2018, p. 25. O autor apresenta a evolução do sistema financeiro angolano em seis fases tendo como base a evolução legislativa do sector financeiro a partir da independência. A primeira fase (1976-1991) começa com a criação do BNA e da ENSA através dos processos de confisco do património das instituições privadas que exerciam as actividades bancária e seguradora. Na segunda fase (1991-1997) dá-se a publicação da Lei Orgânica do BNA (nº 41/91, de 20 de Abril) e da primeira Lei das Instituições Financeiras (nº 5/91, de 20 de Abril) que ditou o fim à exclusividade do exercício da actividade bancária do Estado (tornando o BNA num banco central, emissor, regulador e supervisor do sistema financeiro) e abriu as portas para a entrada das sucursais do Banco Totta e Açores, do Banco de Fomento Exterior e do Banco Português do Atlântico que eram instituições de capital estrangeiro. Nessa fase deu-se ainda a aprovação do Decreto-Lei nº 47/91, de 16 de Agosto que ditou a conversão do BPA para Banco de Poupança e Crédito (BPC) que passou a exercer funções de um banco universal. Na terceira fase (1997-1999) houve a publicação da Lei Cambial (nº 5/97, de 11 de Junho) e da Lei Orgânica do BNA (nº 6/97, de 11 de Junho) que diferenciava o mercado monetário e cambial. Com a nova lei orgânica o BNA passou a ter dois níveis de actuação actuando, num primeiro nível, como banco emissor e de reserva, banqueiro do Estado e autoridade monetária e cambial. Num segundo nível, actuava como entidade supervisora das instituições financeiras. Na quarta fase (1999-2005) ocorreu a publicação da Lei Geral da Actividade Seguradora (nº 1/99, de 23 de Abril) que definiu as bases de concorrência e crescimento do sector segurador no país. Na quinta fase (2005-2015) deu-se a publicação da Lei do Sistema de Pagamento (nº 5/05, de 9 de Julho) e da Lei das Instituições Financeiras (nº 13/05, de 30 de Setembro). Finalmente, na quinta fase (2015-presente) deu-se a institucionalização da Comissão de Mercado de Capitais enquanto entidade supervisora do mercado de capitais, criada pelo Decreto Presidencial 54/13, de 6 de Junho (pp. 25-28).

- c) O Decreto Legislativo Presidencial n.º 6/13, de 10 de Outubro que aprovou o regime jurídico das sociedades gestoras de mercados regulamentados e de serviços financeiros sobre valores mobiliários;
- d) O Decreto Legislativo Presidencial n.º 7/13, de 11 de Outubro que aprovou o regime jurídico dos organismos de investimento colectivo⁴.

No leque da legislação aprovada sobre o mercado de capitais, merece destaque o Decreto Presidencial n.º 54/13, de 6 de Junho que institucionalizou a Comissão do Mercado de Capitais (CMC) enquanto entidade reguladora e supervisora do mercado.

1.2 Mercados financeiros: noção e funções

O mercado financeiro constitui o elemento central do sistema financeiro⁵ e representa o local onde os agentes económicos se encontram para levar a cabo uma transacção⁶. O local não é necessariamente físico, podendo, nesse sentido, o mercado financeiro ser entendido como um sistema organizativo que coloca em contacto potenciais compradores e potenciais vendedores de activos financeiros⁷. A função essencial desempenhada pelo mercado financeiro é o de angariar fundos dos agentes económicos que os possuem em excesso e os canalizar para aqueles que deles carecem e precisam de financiamento. Com efeito, o mercado financeiro, ao levar a cabo a actividade financeira que constitui o seu objecto, pretende facilitar o encontro entre a procura e a oferta de fundos, preferencialmente de forma eficiente, visando a correcta afectação dos recursos⁸. Embora a existência do mercado financeiro não seja uma condição necessária para a criação e negociação de um activo financeiro, a verdade é

⁴ Idem, p. 29

⁵ Em termos globais, o sistema financeiro constitui-se de agentes, mercados, instrumentos e infraestruturas. Os agentes do sistema financeiro são os aforradores e os investidores em instrumentos financeiro⁵ que detêm fundos em excesso (também designados superavitários), os devedores e os investidores em activos reais (*i.e.* fábricas, equipamentos) que apresentam carência de fundos (deficitários) e os intermediários financeiros (instituições de crédito, seguradoras, etc) que intermedeiam a relação entre os primeiros e os segundos (FERNANDES, Abel L. Costa *et al.*, *Mercados, Produtos e Valometria e Activos Financeiros*. 3ª edição, Almedina, 2018, p. 32)

⁶ DIAS, António Silva. *Financiamento de sociedades por emissão de obrigações*. Quid Iuris, 2002, p. 98.

⁷ FERNANDES, Abel L. Costa *et al.*, *ob.cit.*, p. 34.

⁸ SARAIVA, Rute. *Direito dos Mercados Financeiros*. 2ª edição, AAFDL, 2015, p. 113.

que, na maioria das economias, os activos financeiros são criados e subsequentemente transaccionados em alguns tipos de mercados financeiros⁹.

No mercado financeiro, o financiamento de que os agentes económicos carecem pode ser obtido de duas formas distintas: financiamento directo e financiamento indirecto. No financiamento directo, os agentes económicos que carecem de fundos entram em contacto directo com aqueles que os possuem em excesso e lhes vendem os activos financeiros emitidos¹⁰. O financiamento directo é uma solução que se tem apresentado visando reduzir os custos de transacção e mitigar a assimetria informativa que é, de resto, uma das funções desempenhadas pelos intermediários financeiro¹¹. Por sua vez, no financiamento indirecto, caracterizado pela intervenção de um terceiro, os investidores em activos reais recebem fundos dos aforradores através dum intermediário financeiro (*v.g.* banco), pelo que não existe um encontro directo entre os investidores em activos reais e os aforradores para a realização da transacção. Com efeito, o que ocorre é que os aforradores se servem dos serviços de um intermediário financeiro que, por sua vez, canaliza os fundos para os que dele carecem¹².

Além da função básica de captação e canalização de fundos, o mercado financeiro desempenha as funções de: 1) escolha inter-temporal entre consumo e investimento; 2) afectação do risco; 3) compatibilização de prazos de maturidade dos investimentos e aumento da liquidez; 4) promoção da eficiência económica. A primeira função traduz a ideia segundo a qual nem sempre o padrão de consumo e de investimento das empresas e dos particulares coincide com o fluxo de rendimento actual. Ao servirem-se do mercado financeiro, aplicando os seus fundos em activos financeiros, as empresas e os particulares trocam o investimento e consumo no presente por investimento ou consumo no futuro. Contrariamente, os agentes económicos, ao endividarem-se, antecipam consumo, sacrificando a aquisição de bens e serviços ou a realização de investimento no futuro, pelo facto de terem de pagar o

⁹ FABOZZI, Frank J. *et al.*, *Foundations of Financial Market and Institutions*. Prentice-Hall, 1994, p. 6.

¹⁰ Os activos financeiros referem-se aos valores mobiliários (*maxime* acções e obrigações) que conferem direitos sobre os rendimentos gerados a quem os titula.

¹¹ SARAIVA, Rute, *ob. cit.*, 114.

¹² FERNANDES, Abel L. Costa *et al.*, *ob. cit.*, p. 35.

empréstimo obtido¹³. Obviamente que, ao decidirem pela troca do investimento e consumo presente, as empresas e os particulares detentores de fundos excedentários ao efecturarem a sua aplicação terão um retorno que se traduz numa retribuição pelo “sacrifício” consentido. Por sua vez, a promoção da transferência de fundos efectuada pelos mercados financeiros permite a redistribuição de risco associado aos *cash-flow* gerado por um activo financeiro de que é exemplo o *asset backed securities*¹⁴, que representa um activo financeiro que é garantido por um conjunto de outros activos como empréstimo, arrendamentos, dívida de cartão de crédito. Por intermédio dos mercados financeiros, os titulares de activos financeiros podem revendê-los com relativa facilidade, contribuindo para a sua liquidez.

Entretanto, quanto maior liquidez houver maior será a possibilidade dos investidores em adquirir activos financeiros com maturidade de longo prazo que está associado a uma maior rentabilidade (nisto se traduz a ideia da compatibilização de prazos de maturidade dos investimentos e aumento da liquidez)¹⁵. Não obstante a maior rentabilidade associada à titularidade de activos financeiros a longo prazo, há também uma maior exposição destes activos ao risco resultante da alteração da taxa de juro, pois, quanto maior o prazo de vencimento dos activos, maior será a sua exposição ao risco. Finalmente, ao reduzir os custos de transacção de activos financeiros e os custos de obtenção de informação, o mercado financeiro promove a eficiência na afectação do capital, contribuindo, desse modo, para o aumento da produtividade e do crescimento económico¹⁶. Outra função essencial desempenhada pelo mercado financeiro, digna de realce, consiste na disseminação da informação, promovendo a descoberta do preço, possibilitando os participantes que queiram vender ou comprar a descobrir os preços em que as negociações podem ser acordadas¹⁷.

1.3. Classificação dos mercados financeiros

Longe de se fazer uma classificação exaustiva dos tipos de mercados financeiros, iremos apenas apontar aqueles que são comumente mais conhecidos e

¹³ Idem, p. 36.

¹⁴ *Ibidem*.

¹⁵ *Ibidem*.

¹⁶ Idem, p. 38

¹⁷ BAILEY, R. E. *The Economics of Financial Markets*. Cambridge University Press, 2005, p. 34.

abordados e que se apresentam como sendo mais relevantes para a nossa Dissertação. A classificação dos mercados financeiros pode ser feita, tendo em conta os vários critérios nomeadamente o tipo de activo financeiro objecto de transacção (accionista e obrigacionista), o período de vencimento do activo financeiro (monetário e de capital) e a forma em que está estruturado (bolsa e balcão). Os mercados financeiros podem, para efeito dessa Dissertação, ser classificados em: 1) mercado primário e mercado secundário; 2) mercado regulamentado e não regulamentado; 3) mercado de capitais e mercado monetário e 4) mercado accionista e obrigacionista.

1.2.1 Mercado primário e mercado secundário

No mercado primário, emitem-se novos instrumentos financeiros (*securities*) como é o caso das acções e das obrigações e são vendidos aos seus compradores iniciais pelas entidades emitentes que carecem de fundos para o financiamento dos seus projectos. Em regra, o mercado primário não é muito conhecido pelo público. A razão disso resulta do facto de a venda dos instrumentos financeiros aos seus compradores iniciais fazer-se entre portas fechadas¹⁸. Esse facto parece compreensível na medida em que a entidade emitente antes de efectuar a emissão do instrumentos financeiros deverá ter o mínimo de noção de quais os investidores que poderão comprá-los, até porque o processo de emissão de instrumentos financeiros tem custos para a própria entidade emitente e exige o cumprimento de uma série de condições prévias legalmente definidas (*v.g.* a publicação do prospecto que antecipa a emissão). Geralmente, são instituições financeiras de elevada importância como é o caso dos bancos de investimentos que assistem a venda inicial dos instrumentos financeiros que são recém emitidos no mercado primário. O procedimento é feito através da subscrição (*underwriting*) dos instrumentos financeiros feito por um banco de investimento que garante um preço ao instrumento financeiro da entidade emitente e posteriormente os vende ao público¹⁹.

No mercado secundário, por sua vez, são transaccionados os instrumentos

¹⁸ MISHKIN, S. Frederic *et al.* *The Economics of Money, Banking & Financial Markets*. European Edition, Pearson, 2013, p. 26.

¹⁹ Idem, p. 26.

financeiros previamente emitidos e já transaccionados no mercado primário. Os mercados secundários são os maiores e mais organizados mercados financeiros e as expressões “mercado de acções” e “mercado de obrigações” referem-se geralmente ao mercado secundário²⁰. Assim, diferentemente do mercado primário, é no mercado secundário onde há maior volume de transacção dos instrumentos financeiros, propiciando a sua liquidez. O maior volume de transacção que se regista no mercado secundário justifica-se pelo facto deste mercado ser mais aberto ao público investidor em relação ao mercado anterior. Quando alguém decide comprar um instrumento financeiro no mercado secundário, o seu titular, ao vendê-lo, recebe um valor monetário pela venda sem, no entanto, a entidade emitente do instrumento financeiro receber qualquer valor por essa transacção, isto porque o emitente apenas angaria fundos aquando da venda do instrumento financeiro no mercado primário²¹. Tal situação resulta do facto de a entidade emitente do instrumento financeiro deixar de ter controlo sobre o instrumento financeiro a partir do momento em que o vende ao investidor no mercado primário, pelo que, no mercado secundário, são os investidores que adquirem o instrumento financeiro no mercado primário que decidem pô-los à disposição de outros investidores que queiram investir naquele tipo específico de instrumento financeiro.

Porém, o emitente não deixa de responder pelas reivindicações/reclamações resultantes da transacção de um instrumento financeiro representativo de dívida (obrigação) estando, por exemplo, obrigado a pagar ao comprador da obrigação o empréstimo na data do seu vencimento, pelo que o emitente deve ser considerado como um participante indirecto no mercado secundário²². O mercado secundário serve para evitar que os compradores dos instrumentos financeiros no mercado primário conservem-nos até à data de vencimento (tratando-se de obrigações) ou por tempo indeterminado (no caso das acções). Isso assim é porque a lógica dum investidor ao adquirir um instrumento financeiro é de poder vendê-lo quando achar que pode obter algum lucro resultante da subida do preço (*capital gain*) ou pelo menos para garantir que

²⁰ THYGERSON, Kenneth J. *Financial Markets and Institutions, a Managerial Approach*. HarperCollins College Publishers, 1993, p. 142.

²¹ MISHKIN, S. Frederic *et al.*, ob. cit., p. 26.

²² M. Lenenbach; S. Kumpel, citado por VEIL, Rudiger. *European Capital Markets Law*. 2ª edição, Hart Publishing, Portland, 2017, p. 124.

não sofra perdas consideráveis. As funções essenciais desempenhadas pelos mercados secundários são²³ : 1) tornar mais fácil e rápido a venda dos instrumentos financeiros para a angariação de fundos, garantindo a sua liquidez, o que torna esses instrumentos mais atractivos e mais fácil para as entidades emitentes os emitir e vender no mercado primário²⁴; 2) determinar o preço dos instrumentos financeiros que a entidade emitente vende no mercado primário, fazendo com que os investidores apenas paguem ao emitente, no mercado primário, o preço que acharem vir a ser fixado pelo mercado secundário. Por conseguinte, quanto maior for o preço dos instrumentos financeiros no mercado secundário, maior será no mercado primário, havendo uma relação directamente proporcional entre os preços praticados nos dois mercados. Os mercados secundários são classificados em: mercados regulamentados e mercados não regulamentados.

Mercado regulamentado e não regulamentado

No mercado regulamentado, vendedores e compradores (em regra através das suas correctoras) encontram-se num local centralizado onde realizam as transacções. O mercado regulamentado correspondente à bolsa (*Stock Exchange*) caracteriza-se pela sua operação regular e está sujeita a um conjunto exigente de requisitos quanto à prestação de informação e ao seu funcionamento²⁵. Nestes mercados, estão em causa operações multilaterais que funcionam por via de um intermediário financeiro que age em representação do cliente/investidor²⁶. Entre as mais notáveis bolsas existentes no globo, destacam-se o *The New York Stock Exchange*, *London Stock Exchange*, o *Frankfurt Stock Exchange* e a rede *Euronext*. As regras de mercado relativo ao acesso, admissão à cotação, registo, organização das transacções e publicidade são definidas por uma autoridade pública competente. As negociações desenrolam-se, seguindo um formalismo previamente definido, determinando um conjunto de cláusulas a que as

²³ Mishkin S. Frederic *et al.*, ob. cit., p. 26.

²⁴ Para além da liquidez que o mercado secundário garante, o que se traduz na rapidez e facilidade com que os instrumentos financeiros são transaccionados, deve destacar-se a redução de custos a ela associado.

²⁵ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. *Manual de Corporate Finance*. Almedina, 2ª edição, 2017, p. 91.

²⁶ SARAIVA, Rute, ob. cit., p. 256.

operações devem estar sujeitas²⁷, porquanto as bolsas se organizam com extremo rigor, exigindo aos participantes comportamentos exemplares, criando sistemas de segurança, para conseguir a efectiva concretização das operações, com a passagem de mãos quer dos títulos, quer do pagamento correspondente e procura permanentemente posicionar todos os intervenientes em igualdade de circunstância e de oportunidade²⁸.

Por sua vez, no mercado não regulamentado (de balcão ou OTC), negociantes possuindo e procurando instrumentos financeiros localizados em lugares diferentes e em regra estabelecendo contactos através de computadores, põem-se à disposição para comprar ou vender os instrumentos financeiros a qualquer um que esteja disposto em transaccionar pelo preço por eles definido. O facto de os negociantes estabelecerem contacto através de meios electrónicos e saberem do preço fixado por cada um torna o mercado de balcão muito competitivo e não muito diferente dos mercados em bolsa²⁹. Importa reforçar que a negociação em mercado de balcão ocorre directamente entre dois investidores apenas com o suporte de meios electrónicos (computadores) dispostos a levar a cabo uma transacção, não havendo o envolvimento da bolsa³⁰. A grande distinção entre o mercado regulamentado e o de balcão resulta no facto deste último não impor regras apertadas para nele se poder transaccionar, contrariamente ao que ocorre no mercado regulamentado no qual se exige o cumprimento de uma panóplia de regras, visando a admissão à negociação quer da entidade emitente, quer do instrumento financeiro.

1.3.2 Mercado de capitais e mercado monetário

O mercado de capitais refere-se ao local onde são publicamente transaccionados instrumentos financeiros a longo prazo. Neste mercado, os fundos são, em regra, angariados através da emissão de acções ou títulos obrigacionistas (obrigações) com data de vencimento a longo prazo. Com efeito, quando se fala do mercado de capitais dá-se comumente ênfase à transacção de apenas dois instrumentos financeiros

²⁷ *Ibidem*.

²⁸ MATOS, Fernando Braga de. *A Bolsa para Iniciados*. 7ª edição, Editorial Proença, 2019, p. 47-48.

²⁹ MISHKIN, S. Frederic *et al.*, ob. cit., p. 27.

³⁰ VEIL, Rudiger. *European Capital Markets Law*. 2ª edição, Hart Publishing, Portland, 2017, p. 104.

(acções e obrigações), apesar de poder englobar outros instrumentos financeiros, contanto que sejam transaccionados a longo prazo³¹.

Contrariamente, no mercado monetário são transaccionados instrumentos financeiros (*v.g.* cartas do tesouro ou *treasury bills*, papel comercial, certificado de depósito e *repurchase agreement*) com datas de vencimento a curto prazo (em regra, até um ano). O facto de no mercado monetário serem transaccionados instrumentos financeiros a curto prazo há nele maior transacção e tende a haver maior liquidez. Acresce-se o facto de os instrumentos financeiros do mercado monetário terem menores flutuações nos preços em relação àqueles transaccionados no mercado de capitais, o que torna o investimento mais seguro. Consequentemente, empresas como bancos usam com bastante frequência o mercado monetário para obterem juros sobre os fundos excedentes que esperam ter apenas temporariamente. Contrariamente, os instrumentos financeiros transaccionados no mercado de capitais são maioritariamente detidos por intermediários financeiros como as seguradoras e os fundos de pensões por terem pouca incerteza sobre a quantidade de fundos que terão disponíveis no futuro³².

Não obstante no mercado de capitais poderem ser transaccionados os mais variados instrumentos financeiros (acções, obrigações, títulos de participação, etc), a nossa abordagem estará focada no mercado accionista e obrigacionista pelo facto de envolverem maior risco para o investidor apesar de potencialmente poderem gerar maiores rendimentos a quem decide investir nesses instrumentos financeiros.

1.3.3 Mercado obrigacionista e mercado accionista: pressupostos de admissão à negociação

A distinção que se faz dentro do mercado de capitais é entre o mercado accionista e o mercado obrigacionista. Estes mercados representam dois métodos distintos de as empresas poderem ter acesso aos fundos dos investidores. No mercado obrigacionista, transaccionam-se obrigações também designado títulos obrigacionistas

³¹ AGRAWAL, Karunesh Kumar. *Regulation of Capital Market and Investor Protection in India*. 1ª edição, Rochak Publishing, 2010, p. 11.

³² MISHKIN, Frederic S. *et al.*, ob. cit., p. 27.

representativos de dívida. A emissão de dívida (obrigação ou *bond*, em inglês) é o método mais comum de angariação de fundos e se consubstancia num acordo contratual em que a entidade emitente, ao pedir emprestado, os fundos do investidor se compromete a pagar ao adquirente da obrigação, quantias monetárias fixas em intervalos regulares (juros ou cupões) até uma data específica de vencimento³³.

O risco associado ao investimento em obrigações refere-se ao risco de crédito, traduzindo-se na possibilidade do investidor não receber o valor investido e/ou os juros, se o emitente enfrentar dificuldades financeiras. Por outro lado, a transacção de obrigações depende da evolução da taxa de juro associada. Em caso de subida da taxa, as obrigações detidas com taxas mais baixas tornam-se pouco atractivas³⁴ pois, oferecem rendibilidade reduzida a quem decide adquiri-las.

A emissão de obrigações é geralmente condicionada pela observância de determinados pressupostos legais. O Cód.VM angolano define os requisitos de admissão de obrigações à negociação. Dispõe o n.º 1 do artigo 251.º daquele diploma que “só podem ser admitidas à negociação, obrigações representativas de empréstimo obrigacionista ou de algumas das suas séries cujo montante não seja inferior a Kz. 60.000.000,00”.

Discordamos da opção legislativa adoptada na escolha dum valor mínimo de Kz. 60.000.000,00 (Sessenta milhões de Kwanzas) equivalente a Eur. 103.448,27 (Cento e três mil, quatrocentos e quarenta e oito euros e vinte sete cêntimos)³⁵ de representação de uma obrigação por considerar que este valor é excessivo e irrealista, pois não tem em devida conta a situação macroeconómica, algo débil que o país vive. Ademais consideramos um elemento desincentivador ao desenvolvimento do mercado, na medida em que um número muito reduzido de investidores, sobretudo os poucos experientes, estarão em condições de adquirir obrigações com valor de representação tão alto³⁶. Pensamos ainda que a definição do valor representativo de uma obrigação não devia constar de uma lei em sentido formal, mas de uma instrução emitida pelo órgão regulador ou pelo órgão gestor do mercado regulamentado, permitindo assim a

³³ Idem, p. 24

³⁴ SARAIVA, Ruth, ob. cit., p. 121.

³⁵ Valor calculado com base no câmbio oficial Eur .1 = Kz. 580 (Março, 2020)

³⁶ Consideramos que a melhor solução passaria pela não definição dum montante mínimo, deixando tudo ao critério da entidade emitente.

sua alteração mais fácil, a fim de o valor mínimo representativo de uma obrigação poder ser definido de acordo com a situação económica de cada período.

Por sua vez, no mercado accionista, transaccionam-se as acções. Acções são valores mobiliários, emitidos por sociedades anónimas, representativos da participação social do accionista³⁷; estas representam uma fracção do capital social detido por uma empresa. Ao subscrever ou comprar acções, o adquirente torna-se num accionista, passando a ser titular de um conjunto de direitos e deveres de natureza diversa, tais como direitos de natureza patrimonial (v.g direito aos lucros ou de partilha dos resultados sociais, na proporção das acções detidas, direito de participar nos aumentos de capital, direitos a receber a quota de liquidação), direitos de natureza não patrimonial (v.g direito à informação, direito de voto, direito à participação em órgãos sociais. Os direitos variam em função do número e da categoria de acções detidas.

Apesar da cotação das acções no mercado de bolsa tender a aproximar-se do valor efectivo da empresa, visto que o preço incorpora toda a informação existente e disponível sobre essa empresa, o seu preço pode variar e, consequentemente, o investidor poderá apresentar ganhos ou perdas, aumentando ou diminuindo o seu capital. A evolução do valor de uma acção pode ser influenciada por diversos factores de risco que nem sempre são controláveis e geríveis, tais como a situação financeira da empresa, do sector e até da área geográfica, país ou mercado de capitais, em especial daquele em que se encontra cotado. Existem ainda situações em que se verifica um risco adicional de perda financeira quando são compradas acções de empresas de dimensão reduzida ou que estão no início da sua actividade (v.g start ups), devido ao grande diferencial existente entre o preço de compra e o preço de venda destas acções e a sua grande variabilidade³⁸.

Por sua vez, a principal vantagem para a entidade emitente das acções é o facto de o montante obtido com a sua emissão não ter de ser devolvido, enquanto o valor obtido com a emissão de obrigações é de devolução obrigatória³⁹. No entanto, para o investidor a desvantagem de ser proprietário de acções numa empresa ao invés de

³⁷ ANTUNES, José A. Engrácia. *Os Instrumentos Financeiros*. Almedina, 3ª edição, 2017, p. 100. É vedado aos outros tipos societários (v.g sociedades por quotas, em nome colectivo) legalmente existentes nos diversos ordenamentos jurídicos a possibilidade de obter financiamento através da emissão de acções.

³⁸ SARAIVA, Ruth, ob. cit., p. 120.

³⁹ LEÃO, Emanuel Reis *et al.*, *Política Monetária e Mercados Financeiros*. Sílabos, 3ª edição, 2019, p. 77.

títulos de dívida é que o titular da acção é um reclamante residual. A vantagem de ser titular de acções é que os seus titulares beneficiam directamente dos aumentos dos lucros da empresa ou do valor do activo. Contrariamente, os titulares de instrumentos de dívida (obrigação) não usufruem desse benefício pelo facto do seu pagamento ser fixo, porque é definido previamente⁴⁰.

O n.º 1 do artigo 250.º do Cód.VM define os requisitos de admissão das acções à negociação no mercado bolsista estabelecendo que só podem ser admitidas acções em relação às quais: a) se verifique grau adequado de dispersão pelo público; e b) se prevê a capitalização bolsista não inferior aquela que venha ser exigida em regulamento do Organismo de Supervisão do Mercados de Valores Mobiliários.

Contrariamente ao Cód.VM português, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 157/2014, de 24 de Outubro⁴¹ que presume verificar-se um grau adequado de dispersão ao público quando as acções da entidade que requer a admissão à negociação representem pelo menos 25% do seu capital social, o Cód.VM angolano nada dispõe a respeito. No entanto, essa questão é definida pela Regra Bodiva n.º 2/18, de 18 de Dezembro, definindo na alínea a) do n.º 3 do artigo 3.º uma percentagem de 5% do capital social para a determinação do grau adequado de dispersão ao público. Pensamos ter sido bastante assertiva a opção adoptada pelo legislador angolano ao definir o percentual fora do Cód.VM, permitindo assim que o mesmo possa mais facilmente ser alterado de tempo em tempo e de acordo com cada realidade económico-social específica.

1.4 Regime jurídico dos mercados regulamentados em Angola: admissão ao mercado bolsista

⁴⁰ MISHKIN, Frederic S. *et al.*, ob. cit., p. 26.

⁴¹ Este diploma veio alterar o Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro que aprovou o anterior Código de Valores Mobiliários. Essa alteração veio em consequência do surgimento do Regulamento (UE) n.º 575/2013, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de Junho de 2013 (relativo aos requisitos prudenciais para as instituições de crédito e para as empresas de investimento) e da Diretiva n.º 2013/36/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de Junho de 2013, relativa ao acesso à actividade das instituições de crédito e à supervisão prudencial das instituições de crédito e empresas de investimento.

O ordenamento jurídico angolano não distingue o mercado regulamentado do mercado não regulamentado. O artigo 222.º do Cód.VM classifica quer o mercado de bolsa, quer o mercado de balcão como sendo mercados regulamentados, estabelecendo no n.º 1 do referido artigo que “os mercados regulamentados são integrados pelo mercado de bolsa e pelo mercado de balcão organizado”. O n.º 1 do artigo 9.º da Regra Bodiva 2/18 classifica o mercado de bolsa angolano em vários segmentos, nomeadamente: a) Mercado de Bolsa de Acções (MBA); b) Mercado de Bolsa de Obrigações Privadas (MBOP); c) Mercado de Bolsa de Título do Tesouro (MBTT); d) Mercado de Bolsa de Unidade de Participação de Organismo de Investimento Colectivo (MBUP).

A enumeração feita é meramente exemplificativa, pois, o n.º 2 do referido artigo abre a possibilidade de constituição de outros segmentos de bolsa após aprovação do Conselho de Administração da Bodiva e impõe o seu registo junto da CMC. Nos termos do artigo 7.º do Regulamento da CMC n.º 2/17, de 7 de Dezembro, que estabelece o regime jurídico dos mercados regulamentados, estes estão sujeitos ao registo a ser feito na CMC enquanto órgão regulador do mercado. Assim, a regularidade do funcionamento de qualquer mercado regulamentado (bolsa ou balcão) depende do seu registo na CMC. A admissão ao mercado regulamentado angolano está dependente da observância de requisitos definidos por lei.

Nos termos definidos pelo artigo 225.º do Cód.VM, só podem ser membros do mercado bolsista angolano: a) as sociedades correctoras e as sociedades distribuidoras e b) outros agentes de intermediação desde que o seu objecto permite a sua admissão como membro. Outro requisito para a admissão de uma entidade a membro do mercado bolsista é que participe no sistema de liquidação das operações realizadas no mercado. Nos termos do n.º 1 do artigo 258.º do Cód.VM, são aplicáveis ao mercado de balcão organizado *mutatis mutandi* as mesmas disposições aplicadas no mercado de bolsa. O n.º 2 do mesmo diploma legal excepciona a observância de determinados requisitos impostos ao mercado bolsista nomeadamente os requisitos respeitantes: i) ao período mínimo de 3 anos de exercício da actividade comercial e ii) a divulgação de relatórios de gestão e conta anual dos 3 últimos anos de exercício.

A admissão a membro do mercado regulamentado está condicionado pela autorização a ser concedida pela entidade gestora do mercado regulamentado

denominada BODIVA⁴² (Bolsa de Dívida e Valores de Angola). Os requisitos de admissão como membro da bolsa são definidos por meio de uma Instrução da Bodiva n.º 2/17. Refere a parte inicial do preâmbulo da Instrução 2/17 que a admissão de membros ao mercado regulamentado deve obedecer os princípios de legalidade, da igualdade e do respeito pelas regras da leal e sã concorrência. Denota-se na parte introdutória dessa Instrução a preocupação em só serem admitidas as entidades que demonstrem capacidade técnica e reúnam os requisitos mínimos para serem membros do mercado bolsista angolano.

Na candidatura a membro da bolsa, o pedido deve ser instruído com uma série de documentos sobre a entidade que se candidata. O processo de admissão culmina com a assinatura de um “contrato de admissão” celebrado entre a entidade gestora e o candidato apurado, recebendo este último os códigos de acesso aos sistemas de negociação e/ou liquidação da Bodiva.

A admissão a membro da bolsa difere-se da admissão à negociação do instrumento financeiro na bolsa. A admissão à negociação traduz-se na possibilidade de um membro da bolsa poder negociar nela os seus instrumentos financeiros. O artigo 249.º do Cód.VM angolano define os requisitos para a admissão à negociação dos instrumentos financeiros de uma determinada entidade. Dispõe o n.º 1 do referido artigo que “só podem ser admitidos à negociação valores mobiliários que possam ser objecto de negociação em mercado e cujo conteúdo e forma de representação sejam conforme ao direito que lhes é aplicável e tenham sido, em tudo o mais, emitidos de harmonia com a lei pessoal do emitente”.

O n.º 2 do mesmo artigo define os requisitos que o emitente deve satisfazer, nomeadamente: a) ter sido constituído e estar a funcionar em conformidade com a respectiva lei pessoal; b) desenvolver a sua actividade há pelo menos três anos; c) ter divulgado, nos termos da lei, os seus relatórios de gestão e conta anuais relativos os três anos anteriores àquele em que a admissão é solicitada; e d) comprovar de possui

⁴² A BODIVA.SA é a bolsa de valores de Angola criada pelo Decreto presidencial n.º 97/14, de 7 de Maio e constituído com capitais exclusivamente públicos. Entretanto, decorre em Angola o Programa de Privatizações (PROPRIV) aprovado pelo Decreto Presidencial n.º 250/19, de 5 de Agosto que visa a privatização de mais de uma centena de empresas que compõem o sector empresarial público e que actuam nas mais diversas áreas. Ao nível do sector financeiro, a BODIVA, SA consta da lista das empresas públicas a serem privatizadas no período 2019-2022.

situação económica e financeira compatível com a natureza dos valores mobiliários a admitir e com o mercado onde é solicitada a admissão.

O n.º 4 do artigo 251.º do Cód.VM isenta as obrigações que representam a dívida pública nacional como aquelas que são garantidas solidária e condicionalmente pelo Estado dos requisitos dispostos nas alíneas b), c) e d) do artigo 249º do Cód.VM. Acresce-se ainda que a Instrução Bodiva 2/17 fixa os requisitos para a admissão à negociação dos valores mobiliários no mercado bolsista angolano. Nos termos dessa Instrução conjugado com o n.º 1 do artigo 3.º da Regra Bodiva 2/18 (do mercado da bolsa), “no mercado da bolsa são admitidos unicamente valores mobiliários escriturais que estejam integrado em sistema centralizado”. Assim, impõem aqueles actos normativos que os valores mobiliários sejam necessariamente registados no sistema centralizado enquanto órgão que trata do registo e controlo dos valores mobiliários.

Nos termos definidos pela Instrução 2/17, o pedido de admissão à negociação a ser requerido pelo emitente deve ser instruído com os mesmos documentos solicitados para a admissão ao mercado bolsista definidos na Instrução 2/17 e outros adicionais que dizem respeito à sociedade emitente, aos membros dos órgão sociais, aos representantes legais e do representante das relações com o mercado. O artigo 112.º que tem a epígrafe “emitente” estabelece critérios que atribuem a uma sociedade a qualidade de sociedade aberta, fazendo depreender que, em regra, só as pessoas colectivas podem ser emitentes.

CAPÍTULO II: O INVESTIDOR NO MERCADO DE CAPITAIS

2.1 Noção e categoria de investidores

O investidor é uma figura central no mercado de capitais. Na verdade, sem ele não é possível as empresas emitirem instrumentos financeiros, visando obter financiamento, pois não haveria quem os pudesse adquirir e consequentemente veriam as suas expectativas de angariação de fundos defraudadas. O investidor representa a pessoa (singular ou colectiva) que confia os seus fundos a uma entidade de investimento ou de crédito no âmbito da realização de uma operação de investimento com o objectivo de obter lucros⁴³. Com a participação no mercado de capitais, o investidor pretende valorizar as suas poupanças, uma vez que espera obter algum valor adicional ao inicialmente investido, não obstante essa pretensão nem sempre vir a se concretizar. Apesar dessa incerteza de obtenção do lucro, é a mera expectativa da sua obtenção que atrai alguém a investir no mercado de capitais através da aquisição dos instrumentos financeiros nele negociados.

Os investidores representam, em sentido amplo, os titulares potenciais ou efectivos de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros ⁴⁴. Tal entendimento resulta do facto de todos os cidadãos poderem, a qualquer momento, ter algum interesse em participar no mercado de capitais, com a finalidade de investir, de modo eficiente, as suas poupanças, pelo que, numa perspectiva de desenvolvimento do mercado, faz todo o sentido incluir no conceito de investidor não só os titulares efectivos de instrumentos financeiros como aqueles que, numa perspectiva a médio-longo prazo possam participar na sua transacção. Ademais, as sessões de formação que as entidades reguladoras do mercado tendem a dirigir ao público confirma isso mesmo, pois necessário se torna que as pessoas tenham o mínimo de informação sobre o funcionamento do mercado de capitais que lhes será de bastante utilidade quando tomarem a decisão de aplicar as suas poupanças nesse segmento de mercado financeiro.

⁴³ MANUEL, Leonildo J. Lourenço. *Mecanismos de Protecção do Investidor no Mercado de Valores Mobiliários*. Casa das Ideias, 2018, p. 27.

⁴⁴ CÂMARA, Paulo. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 3ª edição, 2016, p. 237.

A designação investidor pode ser analisada a partir de duas perspectivas distintas: ampla e restrita. Na aceção ampla, incluem-se todos os potenciais investidores englobando, inclusive, os sujeitos que nunca haviam previamente demonstrado qualquer interesse em transaccionar instrumentos financeiros. Por sua vez, na aceção restrita, considera-se investidor qualquer pessoa singular ou colectiva a quem é prestado por uma entidade licenciada um serviço de investimento⁴⁵.

O Cód.VM português⁴⁶ não define o investidor no capítulo V a ele dedicado. O artigo 30.º apresenta uma enumeração dos investidores profissionais. A enumeração é apenas exemplificativa pois, o n.º 4 abre a hipótese da CMVM poder, por regulamento, qualificar outras entidades como investidores profissionais. Porém, o termo legal “investidor profissional” adoptado no código não coincide com aquele adoptado por larga maioria da doutrina nacional e internacional que, amíúde, prefere a designação “investidor qualificado” por contraposição ao “investidor não qualificado”⁴⁷. No entanto, para Hubert de Vauplane/Jean-Pierre Bornet “...a noção de investidor profissional tende a ser rejeitada a favor da noção de investidor qualificado...”. Segundo estes autores, a noção de investidor profissional tem natureza jurisprudencial e visa distinguir um simples investidor que deve ser aconselhado e informado de uma pessoa experiente que toma as suas decisões com total conhecimento dos riscos envolvidos. Por sua vez, a noção de investidor qualificado está relacionado com o conceito de oferta pública⁴⁸, no sentido de que são estes que participam no mercado primário para a aquisição dos instrumentos financeiros recém-emitidos .

⁴⁵ CORDEIRO, A. Barreto Menezes. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. 2ª edição, Almedina, 2019, p. 108.

⁴⁶ Aprovado pelo Decreto-Lei 489/99, de 13 de Novembro com as alterações introduzidas pelo Decreto-Lei nº 157/2014, de 24 de Outubro. Com as sucessivas alterações que foram feitas ao Código em consequência das alterações ocorridas no direito europeu, várias designações foram adoptadas para se classificar os investidores dotados de competência e experiência do mercado de capitais, nomeadamente “investidores institucionais” e “investidores qualificados”, designações que hoje foram substituídas pela expressão “investidores profissionais”. No entanto, a designação “investidor profissional” actualmente usada na ordem jurídica portuguesa, não coincide com àquela (cliente profissional) usada pela Directiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de Maio de 2014, relativo aos instrumentos financeiros (MiFID II), transposta pela ordem jurídica portuguesa pela Lei nº 35/2018, de 20 de Julho. Não obstante a diferença na designação usada pelos dois diplomas, conclui-se a partir da análise dos art.º 30º do Cód.VM e art.º 4, nº 10 da Directiva que ambos têm o mesmo conteúdo e, por conseguinte, devem ser tidas como expressões sinónimas e/ou alternativas.

⁴⁷ CÂMARA, Paulo; ob. cit., p. 237.

⁴⁸ VAUPLANE, Hubert de; BORNET, Jean-Pierre. *Droit des Marchés Financier*, Litec, 1998, p. 304. “...la notion d'investisseur professionnel tend à être rejetée au profit de la notion d'investisseur averti ou qualifié. La première

Curine Ene refere que no mercado de capitais existem investidores profissionais (*professional investors*) e os investidores não profissionais (*retail investors*). Os primeiros são detentores de experiência e conhecimento especializado, estando qualificados para a tomada de decisões de investimento e avaliação dos riscos que lhe estão associados. Incluem-se, nessa categoria, várias entidades autorizadas a operar no mercado financeiro (*v.g.* instituições de crédito, sociedades de investimento, entidades de investimento colectivo e as respectivas sociedades gestoras, os governos, os bancos centrais, instituições internacionais e supracionais). Os investidores não profissionais estão repartidos em duas subcategorias nomeadamente os grandes investidores (*institutional investors*) e os pequenos investidores. A autora refere que a importância da participação dos investidores não profissionais no mercado de capitais deriva da necessidade de garantir a liquidez do mercado associado à componente da diversificação que constitui uma condição para um mercado saudável e forte na medida em que um mercado dominado por investidores profissionais pode tornar-se limitado e arriscado⁴⁹.

Com efeito, a presença de investidores não profissionais no mercado de capitais é essencial para o seu crescimento na medida em que constituem um grupo elevado que pode superar o número de investidores profissionais que nele actuam, propiciando assim um maior nível de transacção e liquidez ao mercado.

O Cód.VM angolano não define o investidor, limitando-se nos mesmos termos adoptados pelo código português, em apresentar no artigo 13.º, uma enumeração exemplificativa das instituições que são classificadas como sendo investidores institucionais⁵⁰. No entanto, o Decreto-Legislativo Presidencial n.º 5/19, de 2 de

notion se recontre dans la jurisprudence pour distinguer le simple investisseur qui doit être conseillé et informé de la personne expérimentée censée prendre ses décisions en totale connaissance des risques encourus. La seconde se trouve dans la notion d'appel public à l'épargne".

⁴⁹ ENE, Corine. "Current Issues Regarding the Protection of Retail Investors on the Capital Market within the European Union". *USV Annals of Economics and Public Administration*, Vol. 17, Iss 1(25), 2017, pp. 35-44.

⁵⁰ Ao longo da Dissertação utilizaremos indistintamente as expressões "investidor institucionais ou qualificados" e "investidor não institucional ou não qualificado". Na verdade a diferença na designação usadas pela doutrina e pela lei não tem qualquer efeito prático apesar das preferências na utilização de uma ou de outra.

Maio⁵¹, apresenta um conceito daquilo que deve ser entendido como investidor. Nos termos da alínea g) do artigo 3.º daquele diploma, investidores é o “conjunto de pessoas e entidades que se relacionam com os participantes e que têm direito a indemnização nos termos do regulamento de gestão aplicável”. O Cód.MVM cabo-verdiano, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 1/2012, de 27 de Janeiro, considera investidores na alínea j) do n.º 1 do artigo 3.º como sendo “as pessoas e entidades, públicas ou privadas, que, por si mesmas ou através de outras pessoas ou entidades, apliquem, transitória ou duradouramente, em valores mobiliários e em instrumentos financeiros os meios financeiros de que são detentoras”. Das várias definições de investidores quer doutrinárias, quer legais, conclui-se que se tratam de pessoas físicas e/ou jurídicas, dotados ou não de conhecimentos técnicos sobre investimentos e sobre o mercado de capitais que se relacionam com os emitentes ou titulares de instrumentos financeiros para a sua negociação.

Os investidores têm sido classificados, na doutrina e em alguns ordenamentos jurídicos (*v.g* Cabo-verde), em investidores qualificados e não qualificados. A categorização que se faz dos investidores tem como objectivo definir e graduar os níveis de protecção que se deve dar a cada uma das categorias. Em regra, os investidores qualificados são instituições dotados de um grau elevado de conhecimento e experiência relativo aos instrumentos financeiros e ao próprio funcionamento do mercado e estão em melhores condições de avaliar os riscos atinentes à participação no mercado de capitais. Contrariamente, os investidores não qualificados não estão dotados de conhecimento e experiência necessária relacionada aos instrumentos financeiros e ao funcionamento do mercado de capitais e, por isso, devem merecer maior protecção.

O Cód.VM angolano apresenta no n.º 1 do art.º 13.º uma enumeração dos investidores institucionais ou qualificados nomeadamente: a) as instituições financeiras bancárias; b) as instituições financeiras não bancárias ligadas ao mercado de capitais e ao investimento; c) as instituições financeiras não bancárias ligadas à moeda e ao crédito; d) as instituições financeiras não bancárias ligadas à actividade seguradora e a

⁵¹ Estabelece o regime jurídico dos fundos de garantia das sociedades gestoras dos mercados regulamentados, de câmara de compensação, de contraparte central e dos sistemas centralizados dos valores mobiliários.

previdência social; e) as instituições financeiras autorizadas ou reguladas no estrangeiro que estejam sujeitas a um regime análogo ao estabelecido para as instituições referidas nas linhas anteriores; f) os Estados, o banco central e os organismos públicos que administram a dívida pública; instituições supranacionais ou internacionais. Os n.º 2.º e 3.º do mesmo artigo abrem a possibilidade de, por regulamento, poderem ser qualificadas ou permitidas outras entidades como investidores, contanto que tenham conhecimento e experiência relacionada com os instrumentos financeiros.

Todavia, o Cód.VM não apresenta, nos mesmos termos que o faz com os institucionais, uma classificação daqueles que devem ser considerados como investidores não institucionais. Essa omissão pode levantar a questão legítima sobre se o Cód.MV, ao referir-se só aos investidores institucionais, estaria a limitar as outras instituições que não se enquadrassem na enumeração do art.º 13.º a possibilidade de investirem no mercado de capitais. A resposta a essa questão é, na nossa opinião, negativa, pois, recorrendo-se à técnica interpretativa a *contrario sensus*, chega-se à conclusão que constituem investidores não institucionais todas as pessoas físicas ou colectivas não incluídas no art.º 13.º que interajam com os emitentes e/ou intermediários financeiros, visando a transacção de instrumentos financeiros.

2.2 Investidor e consumidor

Tem-se discutido, amiúde, se a designação investidor coincide, necessariamente, com a designação de consumidor e em que medida ambas realidades merecem a mesma protecção jurídica. À questão sobre a possibilidade de qualificar o investidor em valores mobiliários como consumidor de bens e serviços financeiros têm sido dadas respostas variadas dependendo de país para país. Do ponto de vista económico, o consumidor, enquanto realizador de despesas, desempenha uma função distinta daquela desempenhada pelo investidor que se traduz na realização de investimentos⁵². Ademais, investidor e consumidor designam duas categorias subjectivas diversas e totalmente opostas, pois uma (consumidor) se destina a representar um acto de consumo, consubstanciada na destruição do valor criado e a outra (investidor) está

⁵² CÂMARA, Paulo, ob. cit., p. 238.

voltada para a conservação desse valor visando a sua rentabilização⁵³.

A determinação do conceito de consumidor visa delimitar o âmbito de aplicação subjectiva de vários regimes jurídicos, pois não existe, a nível internacional, um conceito único de consumidor⁵⁴. No domínio do direito europeu, tem havido algum cuidado em se separar as duas realidades. A Directiva 2000/31/CE, de 8 de Junho, sobre o comércio electrónico, ao referir-se sobre as medidas necessárias a serem tomadas e ao restringir-se à livre circulação dos serviços das sociedades de informação provenientes de outro Estado-membro, impõe a “defesa dos consumidores, incluindo os investidores”.

Outrossim, a Directiva 2011/83/EU, do Parlamento europeu e do Conselho relativa aos direitos dos consumidores, define o consumidor como sendo “qualquer pessoa singular que, nos contratos abrangidos pela presente directiva, actue com fins que não se incluam no âmbito da sua actividade comercial, industrial, artesanal ou profissional”. Este é o conceito usado na maioria das directivas europeias que tratam da questão relacionada com o consumidor com pequeníssimas variações. Deste conceito exclui-se, à partida, qualquer possibilidade dos investidores profissionais ou qualificados poderem ter o estatuto de consumidor, pois estes são pessoas colectivas e actuam no âmbito da sua actividade comercial e/ou profissional.

No ordenamento jurídico português, o Decreto-Lei 24/2014, de 14 de Fevereiro que transpôs a Directiva 2011/83/EU, apresenta, na alínea c) do art.º 3, um conceito de consumidor com o mesmo conteúdo daquele que consta da Directiva. Porém, apesar dos diversos conceitos espalhados na legislação portuguesa sobre a matéria⁵⁵, a definição central de consumidor é aquela descrita no n.º 1 do art.º 2.º da Lei de Defesa do Consumidor (LDC n.º 24/96, de 31 de Julho) segundo o qual “Considera-se consumidor todo aquele a quem sejam fornecidos bens, prestados serviços ou transmitidos quaisquer direitos, destinados a uso não profissional, por

⁵³ HERMINDA, Alberto J. Tapia. Citado por RODRIGUES N. Sofia. *A proteção do Investidor no Mercado de Valores Mobiliários*. Almedina, 2001, p. 28.

⁵⁴ TENREIRO, Mário. Citado por CARVALHO, Jorge Morais. *Manual de Direito do Consumo*. Almedina, 7.ª edição, 2020, p. 29.

⁵⁵ Nomeadamente a constante da alínea m) do art.º 3 do Decreto-Lei 29/2006, de 15 de Fevereiro (Regime de funcionamento do sistema eléctrico) definindo-o como “*cliente final de electricidade*” e do Decreto 133/2009, de 2 de Junho (Regime jurídico do Contrato de Crédito a Consumidores) que define o consumidor na alínea a) do art.º 4º como sendo “*...a pessoa singular que, nos negócios jurídicos abrangidos pelo presente decreto-lei, atua com objetivos alheios à sua atividade comercial ou profissional*”.

pessoa que exerça com carácter profissional uma atividade económica que vise a obtenção de benefícios”⁵⁶. Entretanto, o n.º 3º do art.º 321.º do Cód.VM português, ao referir-se sobre o contrato de intermediação financeira, equipara os investidores não profissionais aos consumidores. Ora, se o preceito equipara os dois conceitos, é porque os considera como duas realidades distintas⁵⁷. Por conseguinte, no direito europeu e no direito português, os conceitos de investidor e consumidor não coincidem.

No Direito brasileiro, o Cód.DC, aprovado pela Lei n.º 8 078, de 11 de Setembro de 1990, define, no art.º 2.º, o consumidor como “toda pessoa física ou jurídica que adquire ou utiliza produto ou serviço como destinatário final”. No parágrafo único do referido artigo, equipara-se o consumidor à colectividade de pessoas ainda que indetermináveis, contanto que tenham intervindo numa relação de consumo. A leitura do art.º 2.º chama a atenção a expressão “destinatário final”, o que transmite a ideia de que o destinatário final adquire, em princípio, o bem para si e não com o intuito de aliená-lo⁵⁸. Ora, parece-nos ser indubitável a ideia de que o investidor, ao adquirir qualquer instrumento financeiro, não está coibido de transaccioná-lo após a aquisição, pelo que poderá aliená-lo sempre que achar conveniente e oportuno. Salvo melhor opinião, a partir da análise isolada do código brasileiro, pensamos ser aquele um elemento que afasta os conceitos de consumidor e investidor no direito brasileiro.

Em Angola, a LDC (n.º 15/03, de 22 de Julho) define, no n.º 1 do art.º 3.º, o consumidor como sendo “toda pessoa física ou jurídica a quem sejam fornecidos bens e serviços ou transmitidos quaisquer direitos e que os utiliza como destinatário final, por quem exerce uma actividade económica que vise a obtenção de lucro”. Os conceitos de consumidor apresentados pelos códigos brasileiro e angolano diferenciam-se daquela apresentado pelo código português, uma vez que este último apenas considera consumidores as pessoas naturais, ao passo que aqueles incluem no

⁵⁶ Tem-se no Direito europeu analisado o conceito de consumidor tendo-se por referência quatro elementos: 1) *elemento subjectivo*; 2) *elemento objetivo*; 3) *elemento teleológico* e 4) *elemento relacional*.

⁵⁷ Neste sentido cfr. CARVALHO, Jorge Morais; ob. cit., p. 42.

⁵⁸ EFING, António Carlos. *Fundamentos do Direito Brasileiro das Relações de Consumo*, 3ª edição, 2012, p. 63. Também nesse sentido cfr. RODRIGUES, Raúl Carlos de Freitas – O consumidor no Direito Angola, Almedina, 2009, p. 81.

conceito quer as pessoas naturais, quer as pessoas jurídicas⁵⁹. Entretanto, se se olhar para a expressão “destinatário final”, poder-se-ia chegar a mesma conclusão a que se chegou ao se analisar o conceito de consumidor apresentado pelo Código brasileiro. Porém, da análise do Aviso n.º 12/16, de 18 de Julho sobre a Protecção dos Consumidores dos Produtos e Serviços Financeiros, constata-se que o BNA considera consumidores todos aqueles a quem são comercializados produtos e prestados serviços financeiros pelas instituições financeiras.

A partir desse diploma nota-se que o conceito de produtos financeiros engloba todos os bens ou activos negociados (*v.g.* acções, obrigações, apólice de seguro, etc.) e serviços financeiros prestados (*v.g.* recomendação de investimento, depósito) por qualquer instituição financeira. Assim, os beneficiários destes serviços financeiros são considerados consumidores de serviços financeiros. Portanto, à luz da lei angolana, os investidores são consumidores de serviços financeiros, na medida em que são os beneficiários dos serviços de investimentos prestados pelas instituições financeiras. Consequentemente, o investidor, enquanto consumidor, goza de todos os direitos a si reconhecidos nomeadamente, o de ser informado e protegido contra a publicidade enganosa e abusiva previstas nas alíneas c) e d) do artigo 4.º da LDC.

2.3 A protecção dos investidores: fundamentos e limites

É facto que a assimetria informativa torna o investidor vulnerável, propiciando a sua exploração ou podendo levá-lo a tomar decisões de investimento pouco assertivas⁶⁰. A protecção do investidor é um dos principais objectivos da supervisão do

⁵⁹ Esta diferença explica-se pelo facto da lei portuguesa de consumo apresentar uma perspectiva b2c (*business to consumer*) onde a relação é vista no sentido de uma pessoa jurídica, no exercício da sua actividade comercial vender ou prestar um serviço a uma pessoa física. Contrariamente, a legislação brasileira e angolana sobre a matéria adoptam em simultâneo a perspectiva b2c e b2b (*business to business*), tratando-se essa última duma relação entre duas pessoas jurídicas onde uma ocupa a posição de vendedor ou prestador do serviço e a outra ocupa a posição de cliente. A nós parece que faz mais sentido o sentido relacional b2c adoptado pelo direito português e europeu porque são as pessoas naturais que, em regra, carecem de maior protecção por serem numa relação de consumo a parte mais fraca, sem esquecer que estes representam mesmo a razão do surgimento do Direito de Consumo. Daí que com a definição “*consumer, by definition include us all*” apresentada pelo presidente Norte-americano John K. Kennedy, estava em voga a necessidade de se proteger os consumidores enquanto pessoas físicas. À isto acrescenta-se o facto de hoje por hoje as associações de consumidores que se vão criando destinarem-se só ou essencialmente à protecção dos consumidores enquanto pessoas naturais.

⁶⁰ MOLONEY, Niamh. *EU Securities and Financial Markets Regulation*. 3ª edição, Oxford, 2014, p. 770.

mercado de capitais definidos pela IOSCO, constando do seu *Principles of Securities Regulation*,⁶¹ assim como consta da agenda das autoridades supervisoras nacionais. O Cód.VM angolano prevê, na alínea *a)* do artigo 22.º, a protecção do investidor como um dos fins da supervisão.

Entre os fundamentos que se têm apontado para justificar a necessidade de protecção do investidor, destacam-se o *interesse público*, a *segurança dos mercados* e a *igualdade*. A garantia do funcionamento eficaz do mercado de capitais, em particular, e de todo o sistema financeiro, em geral, tem subjacente um interesse público que justifica a protecção do investidor no mercado de capitais⁶². Na verdade, a história tem registado inúmeros episódios que desgraçaram centenas de pessoas e afectaram todo o sistema financeiro. As histórias sobre o famoso esquema Ponzi e o mais recente caso Madoff⁶³ revelaram ao mundo como o sonho de centenas de investidores pode tornar-se em pesadelo do dia para noite por consequência duma acção fraudulenta praticada por um único indivíduo.

A Constituição da República de Angola de 2010 (CRA) prevê, no n.º 1 do art.º 99.º, que o sistema financeiro deve garantir formação e captação das poupanças e a sua consequente segurança. Este preceito demonstra que o funcionamento do sistema financeiro que constitui interesse público é o garante do desenvolvimento económico e social e o mesmo só é alcançável com medidas que garantam a protecção daqueles que decidem aplicar as suas poupanças no mercado financeiro.

No entanto, o interesse público no funcionamento do mercado de capitais não visa apenas defender o interesse particular de quem investe as suas poupanças no

⁶¹ Utilizamos a versão referente a Maio de 2017 cuja designação completa desse documento orientador do mercado internacional de capital é (*Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*).

⁶² RODRIGUES, Sofia, Nascimento, ob. cit., p. 23.

⁶³ O esquema Ponze deriva do seu primeiro estratega Charles Ponze e consiste numa estratégia fraudulenta que visa colectar dinheiro de novos investidores para pagar aos antigos investidores dando a impressão de que se trata de lucros fabulosos obtidos fruto da aplicação feita através do intermediário financeiro. Com efeito, o esquema Ponzi tem-se repetido por várias vezes ao longo dos tempos sendo o caso de Bernie Madoff o mais recente deste esquema fraudulento que apenas foi descoberto pelo facto de, em consequência da crise financeira internacional de 2007 que assolou o Estados Unidos e o mundo, os investidores decidirem em bloco retirar o dinheiro que haviam investido na sociedade financeira propriedade de Madoff. Ante a pressão de levantamento por parte de vários investidores não tinha como o esquema funcionar tirando de uns e dando a outros porque simplesmente Madoff não tinha onde tirar dinheiro para sustentar os sucessivos pedidos de levantamento por parte de vários investidores.

mercado de capitais, pelo que inclui a colectividade ou grupos de investidores e um número indeterminado de pessoas que representam a procura e a oferta dos instrumentos financeiros. Porém, apesar da protecção conferida ao investidor, beneficiar a colectividade tal não lhes outorga necessariamente direitos subjectivos, pelo que as normas que conferem a protecção do investidor, enquanto público, não constituem disposições que se destinam a proteger os interesses alheios, nos termos apresentados pelos artigos 483.º e seguintes do Código Civil, cuja violação atribui ao responsável a obrigação de indemnizar os prejuízos sofridos pelos investidores que de forma directa e concreta são afectados com a violação⁶⁴.

Neste sentido, as regras que visam proteger os investidores enquanto público são meramente programáticas e apenas concretizáveis no âmbito do exercício de uma função de supervisão do mercado exercida pelo órgão competente do mercado de capitais⁶⁵. Com efeito, a eficiência dos mercados anda de mãos dadas com a protecção conferida aos investidores, pois, quando falta essa protecção, estes abandonam o mercado, privando-os daquilo que constitui um dos pressupostos fundamentais de um funcionamento institucional capaz que consiste na existência de uma procura de valores mobiliários, visando o financiamento dos emitentes⁶⁶ e, consequentemente, o mal funcionamento do mercado de capitais, devido à fuga dos investidores, terá repercussões negativas para o próprio sistema financeiro em geral.

O mercado de capitais vive da aplicação das poupanças dos investidores. No entanto, só existindo condições de segurança é que estes sentir-se-ão motivados para investir as suas poupanças neste mercado⁶⁷. Assim, a segurança do investimento e a confiança no mercado constituem condições essenciais ao seu regular funcionamento⁶⁸ e a decisão do investidor em aplicar as suas poupanças no mercado está dele dependente. As decisões de investimento, por parte do investidor, ficam condicionadas

⁶⁴ CASTRO, Carlos Osório de. “A informação no Direito de Mercado de Valores Mobiliários” in: *Direito dos Valores Mobiliários*. Lex, Lisboa, 1997, p. 335.

⁶⁵ RODRIGUES, Sofia, Nascimento, ob. cit., p. 25.

⁶⁶ CASTRO, Carlos Osório de, ob. cit., p. 335.

⁶⁷ RODRIGUES, Sofia, Nascimento, ob. cit., p. 26.

⁶⁸ SILVA, Paula Costa. “Compra, Venda e Troca de Valores Mobiliários”. In: *Direito dos Valores Mobiliários*. Lex, 1997, p. 245. Cfr. também Menezes Cordeiro. *Da transmissão em bolsa de acções depositadas*. Separada da revista “O Direito”, ano 121, 1989 I, p. 75-77, que ao se referir sobre os princípios gerais do Direito de bolsas de valores aponta a confiança, a celeridade e o não formalismo como os três vectores daquele mercado.

pelo nível de segurança jurídica e económica que cada investimento propicia, estando esta segurança dependente da existência de um quadro legal e regulamentar, adequado à protecção do investidor que é aferida pela qualidade dos serviços prestados pelos agentes do mercado⁶⁹ e pelo tratamento que os órgãos competentes para a composição de conflitos derem às queixas e reclamações que lhes são apresentadas⁷⁰.

Tal segurança deve ser garantida pelo Estado através da actividade de supervisão, a fim de garantir ao investidor condições de segurança adequada, permitindo-lhe avaliar os riscos resultantes da sua intervenção no mercado. As medidas que visam assegurar a transparência, controlar a informação e prevenir os riscos sistémicos previstas no artigo 22.º do Cód.VM angolano têm como escopo principal conferir segurança ao investidor.

A igualdade, enquanto fundamento da protecção do investidor, traduz-se na ideia base de que todos os intervenientes do mercado de capitais são iguais na perspectiva formal, pelo que se deve tutelar os investidores, sobretudo os não profissionais, de acções prejudiciais⁷¹ que devem ser severamente reprimidas e desencorajadas pois, podem pôr em causa o regular funcionamento do mercado.

No entanto, não obstante a defesa que se faz sobre a necessidade de adopção de um conjunto de medidas, visando a protecção do investidor, deve-se referir que existem limites à protecção que se pode atribuir ao investidor e isso resulta da própria essência do investimento no mercado de capitais. Os limites à protecção podem ser resumidas em: inevitabilidade do risco, recusa do paternalismo por parte do órgão de supervisão e a autorresponsabilização do investidor.

O objectivo da protecção do investidor traduz-se na criação de um contexto jurídico e económico propício, visando o acautelamento dos seus interesses consubstanciados no investimento realizado. Assim, é-lhes garantido informação, igualdade de oportunidades, regularidade das transacções e outras medidas protectivas. Porém, todo o investimento que se faz no mercado de capitais está exposto a uma série de riscos que lhe são intrínsecos, dependendo do nível de educação financeira do

⁶⁹ RODRIGUES, Sofia, Nascimento, ob. cit., p. 26

⁷⁰Cfr. GUILARTE, Juan Sánchez, citado por RODRIGUES, Sofia Nascimento, p. 26.

⁷¹ RODRIGUES, Sofia, Nascimento, ob. cit., p. 28.

investidor⁷². Tal risco pode assumir níveis diferentes, podendo ser maior ou menor, dependendo de cada instrumento financeiro específico e do momento. Independentemente do nível de risco, este existirá sempre, pois faz parte da sua essência. É por isso que um aspecto complementar do investimento seja a necessidade de se consciencializar os investidores para o risco, tornando-o visível e transparente e se criar mecanismos de prevenção e alerta para os riscos que advêm da actividade económica⁷³.

Uma vez defendido contra as insuficiências e inexactidões de informação postas ao seu dispor, ao investidor cabe o ónus da decisão, conservando para si o direito inalienável de ser estúpido (*to make a fool of himself*)⁷⁴, caso decida correr os riscos ao realizar determinado investimento. Não podendo a protecção do investidor eliminar o risco inerente ao próprio mercado, também não lhe é garantido o resultado económico do investimento, pelo que o investidor deve estar consciente que poderá sofrer perdas quando decide transaccionar no mercado de capitais e o máximo que por ele pode ser feito é prestar-lhe a informação e formação possível, cabendo a este assumir, de modo autónomo, os riscos pela realização duma operação⁷⁵. Finalmente, os órgãos de regulação e supervisão do mercado não devem funcionar como tutores do investidor, impedindo-lhe a tomar determinada decisão de investimento e assegurar-lhe retorno do investimento feito. A ele apenas deve ser assegurada informação adequada que lhe permita tomar uma decisão esclarecida⁷⁶.

⁷² ENE, Corine – ob. cit. p. 35.

⁷³ Cfr. José Enrique Cachón Blanco, citado por RODRIGUÊS, Sofia Nascimento, ob. cit., p. 33.

⁷⁴ CASTRO, Carlos Osório de, ob. cit., p. 337.

⁷⁵ Cfr. Shiraz Mahmood, citado por RODRIGUES, Sofia Nascimento, ob. cit., p. 34.

⁷⁶ RODRIGUES, Sofia, Nascimento, ob. cit., p. 35.

CAPÍTULO III: REGULAÇÃO E SUPERVISÃO DO MERCADO FINANCEIRO

3.1 Noção e objectivos da regulação financeira

O funcionamento eficaz do mercado de capitais, em particular, está condicionado à definição de regras que visam proteger o mercado e os seus participantes, sobretudo os investidores⁷⁷. A regulação e supervisão financeira lidam com o principal sistema numa economia — o sistema financeiro — e resultam da concretização da função do Estado Regulador da actividade económica que se traduz numa “presença pública indirecta na economia”, implicando a assunção de um dever público de vigilância e garantia do desenvolvimento crescentemente privatizado das actividades económicas na designada «sociedade de risco»⁷⁸. Não obstante o Estado se ter afastado de sectores da economia através dos processos de privatização e liberalização⁷⁹, apagando a esfera económica pública e o papel económico do Estado, este não abdicou do seu papel de regulação pública da economia em sectores de interesse económico geral e em sectores especialmente sensíveis à confiança dos operadores e utentes (*v.g.* sector financeiro).

A necessidade de proteger os interesses gerais da comunidade, de assegurar a concorrência e a protecção dos investidores e aforradores originou uma regulação cada vez mais intensa e especializada⁸⁰. Com efeito, a privatização e a liberalização dos sectores económicos outrora reservados ao Estado foram, em muitos casos,

⁷⁷ É esta a visão da CMC e que consta da Estratégia de Actuação 2017-2022, p. 49-50.

⁷⁸ FIGUEIREDO, André. “A informação difundida no mercado de valores mobiliários e os poderes da CMVM: uma «Nova dimensão do Direito Administrativo?»”; in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*. Vol. 24 (2006), nº 1, p. 65. Cfr. também MORAIS, Carlos Blanco. “As autoridades administrativas independentes na ordem jurídica portuguesa”. In: *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 61, Vol. I- Jan. 2001, pp. 101-154.

⁷⁹ Segundo Vital Moreira, o movimento de retirada do Estado na economia que teve o seu início nos finais dos anos 70 nos Estados Unidos e na Grã Bretanha defendia a redução do papel do Estado na economia e a revalorização do papel do mercado e da concorrência. Este movimento que era genericamente designado como movimento da “desregulação” abarcava três vertentes distintas: 1) a privatização de empresas públicas ou de participações públicas em empresas mistas; 2) a liberalização de actividades e sectores económicos que era reservada ao sector público ou era dependente de concessão ou autorização pública - os designados *public utilities* (*v.g.* serviços de fornecimento de electricidade, água, transportes aéreo e ferroviário, comunicação, rádio e televisão) e 3) a desregulação propriamente dita que se traduzia no aligeiramento ou eliminação do controlo público sobre a produção e o mercado de numerosas indústrias (Cfr. *Auto-Regulação Profissional e Administração Pública*. Almedina, 1997, p. 43).

⁸⁰ MOREIRA, Vital; MAÇÃS, Fernanda. *Autoridades Reguladoras Independentes. Estudo e Projecto de Lei-Quadro*. Coimbra, 2003, p. 13.

acompanhadas de uma forte regulação pública das correspondentes actividades sempre no intuito de melhor assegurar a concorrência e a protecção dos investidores. Em regra, ao processo de privatização das bolsas de valores e da liberalização dos mercados financeiros que se verificou em vários países seguiu-se a publicação de volumosos compêndios reguladores dessa actividade⁸¹.

É hoje ponto assente que a desintervenção do Estado na economia não se traduz no regresso ao “*laissez-faire*”⁸², gerando este abandono da actividade empresarial estatal um reforço da sua actividade reguladora⁸³. Assim, a liberalização do mercado não significa, necessariamente, a retirada da influência do Estado, porquanto pode ser conciliada com amplas e eficazes atitudes interventivas através da adopção de regras para o sector objecto de regulação, associada à criação de entidades capazes de, com independência total (sobretudo dos órgãos políticos), autoridade visível e prestígio que decorrem do reconhecimento atribuído pela sociedade, realizarem com sucesso as tarefas que a si são acometidas por lei.

Com efeito, a regulação do mercado tem uma lógica própria e uma dimensão evolutiva. A lógica da regulação assenta nas razões que fundamentam o próprio sistema de mercado que se traduz na livre concorrência e que, sem a presença regulatória, se restringiriam às práticas anticoncorrenciais que podiam derrubar o sistema, corrompendo os pressupostos de fluidez e transparência. A dimensão evolutiva aponta para a regulação de zonas nevrálgicas do sistema financeiro — *v.g.* mercado de capitais, bancário e segurador- enquanto sectores básicos da economia⁸⁴.

O conceito de regulação está ligado a duas ideias, nomeadamente, a ideia do estabelecimento e implementação de regras e a ideia de manter ou restabelecer o funcionamento equilibrado de um sistema. Para Vital Moreira, estas ideias bastam para se construir um conceito operacional de regulação económica que se traduz no estabelecimento e na implementação de regras para a actividade económica destinadas a garantir o seu funcionamento equilibrado, de acordo com determinados objectivos

⁸¹ MOREIRA, Vital, ob. cit., p. 43-44.

⁸² A expressão francesa “*laissez faire, laissez aller, laissez passer*”(deixai fazer, deixai ir, deixai passar) simboliza a teoria do liberalismo económico que advoga a ideia segundo a qual o mercado deve funcionar livremente, sem qualquer interferência do Estado, garantido este apenas as normas suficientes que visam proteger a propriedade privada.

⁸³ MARQUES, Maria M. L.; MOREIRA, Vital. *A mão invisível. Mercado e Regulação*. Almedina, 2003, p. 13.

⁸⁴ ROQUE, Ana. *Regulação do mercados: novas tendências*. Quid Iuris, 2014, p. 10.

públicos⁸⁵. Segundo Michael Moran, a regulação consiste numa actividade em que a decisão ou comportamento dos indivíduos ou instituições é restringido por meio de imposição de normas. Para o autor, este e outros conceitos que têm sido avançados não estão isentos de contestação. Há quem considere a regulação como sinónimo de intervenção governamental na vida social e económica. No entanto, o mesmo autor refere que essa abordagem é insatisfatória pelas razões seguintes: por um lado, peca pelo facto de não distinguir a regulação do exercício geral do poder público que é apenas uma parte deste e, por outro lado, peca por não reconhecer que muitas actividades de regulação são levadas a cabo por instituições privadas, muitas vezes, com pouca ou sem nenhuma supervisão pública⁸⁶.

Para Menezes Cordeiro, o exercício da regulação do Estado traduz-se no estabelecimento de regras gerais e abstractas de conduta. A abordagem sobre a regulação económica trata da definição de regras gerais e abstractas de conduta de modo economicamente ordenado, visando reforçar ou contrariar a livre concorrência⁸⁷. Segundo o mesmo autor, o exercício de actividade regulatória abarca um conjunto de poderes variados, nomeadamente: 1) poderes de informação e de acompanhamento; 2) poderes normativos; 3) poderes de decisão concreta; 4) poderes de fiscalização e 5) poderes de sanção. Os poderes de informação e de acompanhamento têm como objectivo permitir ao órgão regulador inteirar-se das situações que caíam sob a sua alçada e acompanhar o desempenho das entidades reguladas. Os poderes normativos constituem o cerne da regulação, permitindo ao órgão regulador a criação de regras gerais e abstractas, visando disciplinar as condutas. Nos poderes de decisão concreta, incluem-se os poderes do regulador na concessão de autorizações e licenças às entidades reguladas para que possam levar a cabo as suas actividades. Por sua vez, os poderes de fiscalização visam verificar a observância das

⁸⁵ MOREIRA, Vital, ob. cit., p. 35. No entanto, como afirma o mesmo autor o conceito de regulação não é pacífico e unânime, pois vários conceitos têm sido apresentados e que não são de todo convergentes. Quanto à amplitude do conceito são apresentados três concepções, nomeadamente: a) em *sentido amplo*, representa toda a forma de intervenção do Estado na economia, independentemente dos seus instrumentos e fins; b) num *sentido menos abrangente* representa a intervenção do Estado na economia por formas distintas da participação directa na actividade económica; c) num *sentido restrito*, representa unicamente o condicionamento normativo da actividade económica privada (cfr., p. 34).

⁸⁶ MORAN, Michael. "Theories of Regulation and Changes in Regulation: the Case of Financial Markets", *Political Studies*. Jun. 86, Vol. 34 Issue 2, pp.185-201.

⁸⁷ CORDEIRO, António Menezes. *Manual de Direito Bancário*, 3ª edição, Almedina, 2006, p. 738.

regras fixadas por parte das entidades reguladas. Finalmente, nos poderes de sanção o regulador exerce as funções de prevenção e retribuição pelas violações cometidas pelas entidades reguladas⁸⁸. Na nossa opinião, o conceito apresentado por J.C. Strick citado por Vital Moreira que considera a regulação como a “imposição de regras e controlos pelo Estado com o propósito de dirigir, restringir ou alterar o comportamento económico das pessoas e das empresas e que são apoiadas por sanções em caso de desrepeito”⁸⁹ é o mais satisfatório, pois tem em conta a perspectiva de fiscalização e/ou supervisão que representa a sua fase posterior e dela não pode ser dissociada.

Embora o termo regulação se prenda mais com os poderes normativos atribuídos ao regulador, traduzindo-se no acompanhamento do mercado e do sector económico em causa, gerando directrizes e determinações de carácter genérico e, por sua vez, o termo supervisão se prenda mais com os poderes de acompanhamento da actividade das entidades reguladas, corporizando-se em actos administrativos, determinações concretas e/ou sanções, é facto que a expressão supervisão é hoje aceite como compreendendo ambas realidades, pelo que se pode dizer que o termo supervisão abrange, num sentido lato, quer a regulação, quer a supervisão em sentido estrito⁹⁰. Este é claramente o nosso ponto de vista, até porque a supervisão é consequência da regulação, pois só se fiscaliza (supervisão *strito sensu*) o cumprimento de regras previamente definidas, pelo que não pode haver supervisão sem regulação prévia, não sendo verdadeiro o contrário⁹¹.

Entre as razões que são apontados para justificar a intervenção estatal na economia através da regulação e supervisão destacam-se 1) a correcção das falhas de mercado, a garantia da estabilidade financeira e a promoção da concorrência; 2) a protecção dos investidores/consumidores e a 3) a prevenção dos crimes financeiros. A falha do mercado ocorre quando se crê que o sector privado, deixado sem a intervenção estatal, pode funcionar melhor e alcançar resultados óptimos. No entanto, está provado que a ausência do Estado enquanto órgão regulador provoca ineficiência

⁸⁸ Idem, p. 746-747.

⁸⁹ MOREIRA, Vital, ob. cit., p. 34.

⁹⁰ MALAQUIAS, Pedro Ferreira *et al.*, “Modelos de regulação (ou supervisão) do sector financeiro”. *Actualidad Jurídica* (1578-956X). 2009, Issue 22, pp. 41-53.

⁹¹ Neste sentido cfr. CÂMARA, Paulo. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. 3ª edição, 2016, p. 274.

que origina vantagens a uns poucos em detrimento duma maioria. As falhas do mercado verificam-se nas situações que existe assimetria informativa⁹², externalidade e poder de mercado. A externalidade (negativa) traduz-se no contágio que pode ocorrer quando uma instituição financeira estiver a vivenciar um determinado problema, afectando a estabilidade de todo o sistema financeira, pelo que as actividades de regulação e supervisão visam, precisamente, evitar o efeito dominó e garantir a estabilidade financeira de todo o sistema⁹³.

Através da promoção da concorrência se pretende evitar a presença de monopólios ou oligopólios que são prejudiciais para a sistema financeiro ⁹⁴. A protecção do investidor é essencialmente garantida através da obrigatoriedade imposta pelo Estado a determinadas entidades a fazer a divulgação da informação relevante sobre o produto ou serviço que prestam aos seus clientes. Finalmente, uma das principais missões da regulação é, sobretudo no âmbito financeiro, a prevenção dos ilícitos financeiros e a responsabilização dos actores de fraudes relacionadas com o sistema financeiro.

3.2 Modelos de supervisão

Entre os variados modelos de supervisão que têm sido apontados, destacam-se o 1) modelo centralizado, 2) o modelo funcional ou de supervisão por objectivos, 3) o modelo institucional ou especializado e 4) o modelo híbrido.

3.2.1 Modelo centralizado

O modelo centralizado ou monista (*Centralized ou integrated model*) caracteriza-se pela existência de uma única entidade responsável pela supervisão de todos os

⁹² A assimetria de informação consiste no facto de existir disparidade no grau de informação obtida entre as partes envolvidas numa transacção, resultando que uma das partes tenha mais informação em relação a outra sobre o bem objecto de transacção.

⁹³ HARMOUR, John *et al.*. *Principles of financial regulation*. 1ª edição, Oxford, 2016, p. 57.

⁹⁴ HAAN, Jakob de *et al.*. *Financial markets and institutions. A European Perspective*. 3ª edição, Cambridge University Press, 2015, p. 405.

subsectores do mercado financeiro⁹⁵ como ocorreu no Reino Unido com a criação da *Financial Service Authority* (FSC) que vigorou até 2013 e vigora actualmente na Alemanha (v.g BaFin). Segundo os seus defensores, este modelo oferece a vantagem duma maior eficácia e unidade na supervisão, alegando que a centralização das funções de supervisão numa única entidade permite ao sistema alcançar, ao mesmo tempo, uma economia de escala através da redução dos custos administrativos e das responsabilidades dos operadores⁹⁶.

No entanto, um argumento que tem sido dirigido contra este modelo consiste no seu grande peso que pode ser prejudicial. O modelo centralizado chegou até mesmo a ser equiparado à figura do Leviatã, descrita por Thomas Hobbes na sua obra de 1561, que faz uma descrição sobre as origens do Estado (*Common-Wealth*) a que chamou Leviatã⁹⁷. Neste sentido, K. Lannoo refere que a existência de um supervisor Leviatã pode criar uma percepção de que todo o sistema financeiro está seguro, o que pode levar a redução dos incentivos por parte dos prestadores de serviços financeiros a gerir, de modo prudente, o seu negócio e, por parte dos usuários, a escolher cuidadosamente os seus prestadores de serviços financeiros⁹⁸.

3.2.2 Modelo institucional

No modelo institucional ou especializado (*Vertical or institutional model*)⁹⁹, a actividade de supervisão é levada a cabo por três (3) órgãos distintos atendendo à tradicional divisão do sistema financeiro em três subsectores (banca, seguro e mercado de capitais). A este modelo são atribuídas como vantagens: (i) a facilidade no controlo efectivo das entidades supervisionadas pelo facto da limitação da área de actuação; (ii)

⁹⁵ MARCACCI, Antonio. “Capital Market Supervision and Investor Protection: Romania in the European Context”. *Romanian Journal of European Affairs*. Vol 13, Iss 4, (2013), pp. 35-49.

⁹⁶ POTO, Margherita. “The supervisory authorities of the financial sector”. In: *Estudos sobre Regulação e Crises dos Mercados Financeiros*. Rio de Janeiro, 2011, pp. 169-193.

⁹⁷ Para maiores desenvolvimento cfr. HOBBS, Thomas. *Leviathan*. 1985, Penguin Classics, p. 223-228. Ver também HOBBS, Thomas. *Leviatã* (Trad. João P. Monteiro; Maria B. N. da Silva), Imprensa Nacional-Casa da Moeda, 1995, pp. 143-147.

⁹⁸ LANNOO, Karel. “Supervising the European Financial System”. *Centre for European Policy Studies* (CEPS), 2002, p. 6. “A Leviathan supervisor could create the perception that the whole financial sector is secure. It may reduce the incentives for providers to prudently manage their businesses, and for users to carefully choose their financial services’ provider, the so-called “moral hazard” problem”.

⁹⁹ Este modelo é também designado por “modelo tripartido ou dos três pilares”.

permite um elevado grau de especialização da autoridade no segmento do mercado em que opera e (iii) evita, de certa forma, a duplicação de controlo sobre uma mesma entidade. Porém, este modelo não está imune a críticas, atendendo ao facto da diversificação das actividades das entidades supervisionadas nos três subsectores e a não interligação entre os mesmos, o que torna a implementação deste modelo mais difícil. Por outro lado, torna-se cada vez mais frequente a ocorrência de conflitos entre os objectivos visados pela supervisão, porquanto esta pretende abarcar toda a actividade dos operadores. Acresce-se a dificuldade de articulação entre as várias autoridades de supervisão, nomeadamente na questão respeitante ao leque de competências atribuídas a cada uma, à delimitação da sua área de actuação e à identificação dos operadores sujeitos à supervisão de cada autoridade. Finalmente, entre as críticas, acresce-se a multiplicação de esforços e meios por parte dos operadores para lidarem com três entidades de supervisão diferentes.

O modelo institucional ou especializado é actualmente adoptado por Portugal cuja supervisão da banca e dos subsectores segurador e dos valores mobiliários cabe ao Banco de Portugal (BdP), à Autoridade de Supervisão dos Seguros e Fundos de Pensões (ASF) e à Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), respectivamente¹⁰⁰. Entretanto, em 11 de Setembro de 2009, o Governo português submeteu à consulta pública um documento sobre a reforma da supervisão financeira em Portugal, propondo o modelo *twin peaks* a partir de 2010, porque se entendia que este modelo elimina o risco de conflito entre culturas de supervisão distintas. Segundo a proposta, a supervisão micro-prudencial (estando a supervisão macro prudencial a cargo do Banco Central Europeu) passaria a estar a cargo do Banco de Portugal e a supervisão comportamental estaria a cargo de uma nova entidade reguladora que resultaria da extinção da CMVM e da ISP (actual ASF).

Simultaneamente, propunha-se o reforço dos mecanismos de troca de informação no âmbito do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros (CNSF)¹⁰¹. Tal ideia de reforma do modelo de supervisão do sistema financeiro português foi retomada em 2017 com a criação de um grupo de trabalho através do Despacho 1041-

¹⁰⁰ MALAQUIAS, Pedro Ferreira *et al.*, ob. cit., p. 44.

¹⁰¹ Guilherme Waldemar d'Oliveria; RODRIGUES, Nuno Cunha. "Sobre o Financiamento das Entidades Reguladoras do Sistema Financeiro em Portugal". In: *Estudos sobre Regulação e Crises dos Mercados Financeiros*. Rio de Janeiro, 2011, pp. 195-211.

B/2017, do Ministro das Finanças. Ao grupo de trabalho ora criado foi incumbida a missão de “avaliar o actual modelo de supervisão português e propor a competente reforma” e tinha a obrigação de apresentar, nos dois (2) meses, subsequentes à sua criação um anteprojecto de documento de consulta pública e anteprojectos de diplomas legais que concretizassem a reforma proposta. Decorridos dois (2) anos da criação do grupo de trabalho, desconhecemos do que é actualmente feita as eventuais propostas apresentadas, mas é facto que o modelo de supervisão do sistema financeiro português continua a ser o institucional e, na nossa opinião, não surpreenderá se continuar assim nos próximos anos, pois salvo melhor opinião, achamos o silêncio a que está voltado o assunto um sinal de desistência da ideia de reforma.

3.2.3 Modelo funcional

Na supervisão por objectivos ou funcional (*twin peaks*), a autoridade supervisora competente actua de acordo com os objectivos da supervisão que lhe são cometidos por lei e não por referência a um subsector específico de mercado. Neste modelo, haveria uma autoridade que seria responsável pela supervisão prudencial e outra pela supervisão comportamental. Por conseguinte, neste modelo, cada subsector estaria sujeito à supervisão de duas autoridades, independentemente da sua natureza jurídica ou das funções desempenhadas, sendo uma responsável pela supervisão prudencial e outra pela supervisão comportamental¹⁰². Este é o modelo actualmente adoptado pelo Reino Unido com a institucionalização da *Financial Conduct Authority* (FCA) responsável pela supervisão comportamental e a *Prudential Regulation Authority* (PRA), responsável pela supervisão prudencial (sucessoras da antiga FSA), pela África do Sul com a institucionalização do *Financial Sector Conduct Authority* (FSCA) e a *Prudential Authority*

¹⁰²A supervisão prudencial se destina a manter a confiança do público no sistema financeiro. Ela divide-se em: supervisão micro prudencial e supervisão macro prudencial. A supervisão micro prudencial visa garantir que as instituições financeiras tenham liquidez e solvabilidade suficiente para estarem em condições de cumprir com as suas obrigações perante os investidores/consumidores. Por seu lado, a supervisão macro prudencial visa garantir a estabilidade de todo o sistema financeiro. Por sua vez, a supervisão comportamental trata de averiguar a forma como as instituições financeiras levam a cabo a sua actividade e se relacionam com os seus clientes sobretudo como se comportam no mercado. Na supervisão prudencial, o órgão supervisor competente prescreve normas definindo comportamentos que considera apropriados e fiscaliza os comportamentos que possam ser prejudiciais aos investidores/consumidores e ao funcionamento do mercado.

(PA)¹⁰³ e pela Austrália com a *Australian Prudential Regulation Authority* (APRA), responsável pela supervisão prudencial e a *Australian Securities and Investments Commission* (ASIC) que é responsável pela supervisão comportamental.

Ao modelo *twin peaks* têm sido atribuídas inúmeras vantagens. Em matéria de coordenação, o modelo *twin peaks* elimina por completo as necessidades de troca de informação e de coordenação para efeitos de supervisão comportamental entre diferentes autoridades de supervisão. Resolve os problemas de fragmentação, dispersão, inconsistência e arbitragem regulatória¹⁰⁴ habitualmente assinalados aos modelos sectoriais, não através da intensificação da coordenação, mas sim da concentração da modalidade de supervisão comportamental numa única entidade. Consequentemente, a eliminação da necessidade de coordenação tem como efeito retirar do sistema financeiro todos os riscos emergentes para a supervisão comportamental (e, reflexamente, para a supervisão prudencial), resultantes de falhas no domínio da troca de informação e cooperação entre autoridades: de omissões, de incompletudes e de atrasos¹⁰⁵. Finalmente, este modelo cria condições para melhorar e intensificar a troca de informação e a coordenação entre supervisores da vertente comportamental e prudencial. Permite, efectivamente, simplificar a cooperação, focando-a, essencialmente, na relação entre supervisores comportamental e prudencial, melhorando assim a qualidade da articulação¹⁰⁶.

Porém, atendendo a natureza diferente dos objectivos prosseguidos, pode existir potenciais conflitos entre a supervisão prudencial e a supervisão comportamental. Os dois tipos de supervisão exigem mentalidade e habilidades diferentes que podem ocasionalmente conflitar entre si. Sobretudo em tempos de

¹⁰³ Nos termos do *Financial Sector Regulation Act* (Nº 9 de 2017) aprovado em Agosto de 2017, a *Financial Sector Conduct Authority* (regulado no capítulo 4) é responsável pela supervisão comportamental. Por sua vez, a *Prudential Authority* (regulado no capítulo 3) que está integrada na administração do banco central (*South African Reserve Bank-SARB*) está encarregue pela supervisão prudencial.

¹⁰⁴ A arbitragem regulatória é uma das formas que as entidades reguladas têm encontrado para reduzir os custos resultantes da regulação do sector em que se encontram inseridos a fim de se verem livres do seu raio de acção, levando-os a fazer uma reestruturação da sua actividade comercial de modo a estarem abrangidos dentro dum quadro regulatório mais favorável.

¹⁰⁵ CMVM - *Reforma do Modelo de Supervisão Financeira* (Comentários da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários ao Relatório sobre a Reforma do Modelo de Supervisão Financeira, elaborado pelo Grupo de Trabalho nomeado pelo Despacho n.º 1041-B/2017), 2017, p. 25.

¹⁰⁶ *Idem*, p. 28-29.

crise financeira ou para evitar uma crise, a necessidade de garantir a estabilidade financeira pode ser tão significativa que pode levar as autoridades supervisoras a negligenciar alguns deveres de conduta para ajudar as empresas a satisfazer os requisitos prudenciais, levando a entidade de supervisão, por exemplo, a fechar os olhos perante práticas comerciais questionáveis caso isso ajude um banco a aumentar a sua lucratividade e o seu capital. Por outro lado, em tempos de não crise, o controlo das condutas pode tornar-se tão intenso que as questões prudenciais são negligenciadas como ocorreu, sem dúvida, no período anterior a 2007¹⁰⁷. Os vários casos de venda incorreta de títulos em vários países europeus (*v.g* Itália, Finlândia, Eslovênia e Espanha), em que os bancos venderam instrumentos financeiros para clientes não profissionais, incluindo alguns com baixos níveis de literacia financeira sugerem que a aplicação da regulamentação de protecção ao investidor no sector financeiro não deve ser confiada a supervisores prudenciais¹⁰⁸.

O supervisor prudencial estará interessado na solidez das empresas financeiras, incluindo a lucratividade, enquanto o supervisor comportamental se concentrará nos interesses dos clientes dessas empresas. A eventual mistura das responsabilidades de estabilidade financeira e comportamental pode criar incentivos para o supervisor priorizar um objectivo em detrimento do outro. Ao separar-se as funções de supervisão, o supervisor comportamental estará idealmente situado para supervisionar possíveis conflitos de interesse entre uma instituição financeira e seus clientes, porque se concentrará apenas nos interesses dos clientes (investidores). Além disso, o objectivo da estabilidade está relacionado com a preservação da confiança do público e pode exigir discrição e confidencialidade, o que pode ser contrário ao objectivo de transparência¹⁰⁹.

¹⁰⁷ Tal sucedeu com a Autoridade de Serviços Financeiros do Reino Unido, na supervisão de vários bancos britânicos (incluindo o Northern Rock e Royal Bank da Escócia) e com a Comissão de Valores Mobiliários dos EUA (SEC) tendo sob sua supervisão grandes correctoras (*v.g* Bear Stearns e Lehman Brothers)

¹⁰⁸ SCHOENMAKER Dirk; VÉRON, Nicolas. “A twin peaks vision for Europe”. *Policy Contribution Issue* nr. 30, November 2017, p. 4.

¹⁰⁹ VERÓN, Nicolas. “Charting the next steps for the EU Financial supervisory architecture”. *Policy Contribution Issue* nr. 16, June 2017, p. 5.

3.2.4 Modelo híbrido

Finalmente, o modelo híbrido ou misto (*hybrid model*) resulta da divisão do mercado financeiro em dois segmentos, existindo duas entidades de supervisão sendo uma delas responsável pela supervisão de dois subsectores (mercado de capitais e segurador) e a outra exerce a supervisão sobre o subsector bancário. Este é o modelo adoptado pela Roménia onde a autoridade de supervisão financeira (designada (*Autoritatea de Supraveghere Financiară* - ASF, na língua local) supervisiona o mercado de capitais e o segurador e o Banco central (*Banca Națională a României* - BNR) leva a cabo a supervisão do sector bancário¹¹⁰.

3.3 Regulação e inovação financeira

Não obstante a existência da regulação, a verdade é que o sistema financeiro não está imune a voltar a experimentar crises iguais àquela registada em 2008, pois ela nunca é suficientemente eficaz para responder prontamente contra todas as ameaças que vão surgindo de tempo em tempo. Esse facto tem muito a ver com a diferença entre a realidade regulatória e a realidade fáctica, pois a regulação existente nem sempre abrange toda a realidade fáctica fruto da constante inovação financeira que caracteriza o sistema financeiro. À inovação financeira que torna a regulação que lhe antecede inaplicável acresce-se as possíveis lacunas e insuficiências que se podem verificar nas normas em vigor, gerando situações que põem em risco o sistema financeiro.

A inovação está patente no sector financeiro e resulta da constante procura por parte dos investidores de produtos financeiros com maior possibilidade de gerar fluxos financeiros, muitas vezes, sem ter em conta os riscos. Servindo-se do uso da engenharia financeira, os intermediários financeiros criam tais instrumentos financeiros, dotando-os com as características desejadas pelos investidores. A inovação financeira consiste no acto de criar e tornar popular novos instrumentos financeiros assim como novas tecnologias, instituições e mercados financeiros¹¹¹.

¹¹⁰ MARCACCI, Antonio; artigo citado, p. 36.

¹¹¹ LERNER, Josh; TUFANO, Peter. "The consequences of financial innovation: A counterfactual research agenda". *Annual Review of Financial Economics*, December 2011, p. 6.

Existem duas posições contrárias que são avançadas para justificar a inovação financeira. A primeira considera que a inovação financeira é impulsionada pela tentativa de se contornar a regulação e as normas sobretudo de natureza fiscal¹¹². Neste sentido, pretende-se através da inovação financeira a procura de oportunidades, visando a exploração de lacunas que possam existir na legislação regulatória vigente¹¹³. A segunda posição considera que a essência da inovação financeira reside na introdução de instrumentos financeiros que sejam mais eficientes para a redistribuição dos riscos entre os participantes¹¹⁴, sendo a criação de instrumentos como os instrumentos derivados financeiros e outros (v.g. CDS) aos quais têm sido atribuídas as responsabilidades pela recente crise de 2008.

No entanto, a má fama que o instrumento de titularização de crédito (securitização) granjeou enquanto resultado da inovação financeira deveu-se, fundamentalmente, por causa de instrumentos como o *Collateralized Debt Obligations* (CDO) que permitia a sua criação a partir de créditos hipotecários designados *subprime* (*mortgages*)¹¹⁵ que eram atribuídos aos designados *Ninja* (*no income, no job, no asset*), ou seja, indivíduos que beneficiavam do crédito sem, no entanto, oferecerem qualquer garantia, representando um risco enorme, pois apresentavam uma baixíssima hipótese de reembolso. Apesar da crise financeira de 2008 ainda precisar de ser adequadamente explicada, a verdade é que ela foi desencadeada por práticas adoptadas no negócio imobiliário que, por sua vez, foram precipitadas por um processo de inovação financeira que, literalmente, fracassou¹¹⁶.

A conclusão a que se chegou é que a inovação financeira foi longe demais, pelo

¹¹² MILLER, Merton H. "Financial Innovation: The Last Twenty Years and the Next". *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 21, Nr. 4 (Dec., 1986), pp. 459-471.

¹¹³ HAAN, Jakob de *et al.*, ob. cit. p. 251.

¹¹⁴ FABOZZI, Frank J.; MODIGLIANI, Franco. *Capital Market and Instruments*. 2ª edição, Pearson Education Upper Saddle River, 1992, p. 32.

¹¹⁵ LITAN, Robert E. *In Defense of Much, But Not All, Financial Innovation* (Working Paper), Wednesday, 2010, p. 1.

¹¹⁶ O relatório do inquérito publicado em Janeiro de 2011, mandado instaurar pela Administração norte americana para aferir as razões da crise financeira que começou nos Estados Unidos teve entre outras a conclusão de que os derivados financeiros (v.g. CDS) negociados nos mercados OTC tiveram um papel preponderante na crise financeira. Os CDS enquanto garantias que protegem os devedores em caso de inadimplência foram vendidos a bilhões de dólares aos investidores, tendo ajudado a expandir o mercado imobiliário e, por sua vez, aumentado a bolha imobiliária (cfr. *The Financial Crisis Enquiry Report*. pp. 15-28).

que os empréstimos devem ser controlados e a securitização revisada¹¹⁷ e que, apesar de difícil, deve ser objecto duma vigilância constante, visando garantir a estabilidade financeira e a protecção dos investidores que, muitas vezes, não têm noção dos riscos que correm ao adquirir determinados instrumentos financeiros. Na União Europeia, a questão ficou minimamente acautelada com a aprovação do Regulamento (UE) 2017/2402, de 12 de Dezembro do Parlamento Europeu e do Conselho que estabelece os "requisitos de diligência devida, retenção do risco e transparência para as partes envolvidas em titularizações...".

3.4 Os problemas da regulação

Como qualquer realidade, a actividade regulatória não está isenta de problemas. Entre os problemas vivenciados pela questão da política regulatória, destacam-se as relacionadas 1) com as falhas de regulação; 2) com os custos inerentes a actividade regulatória e 3) com a captura do regulador. A expressão falhas de regulação traduz-se em erros na regulação e corresponde quer situações de défice, quer de excesso de regulação. Neste domínio importa, por um lado, estabelecer a distinção entre falhas do regime regulatório (que constitui responsabilidade do legislador) e falhas da acção regulatória (que é imputável aos reguladores) e, por outro, impõe-se a clarificação de que as situações de défice ou excesso de regulação podem ocorrer quer nos casos de falhas do regime regulatório quer de falhas da acção regulatória. Em regra, as crises financeiras, como a mais recente ocorrida em 2008, resultam da conjugação de um défice legislativo associado a uma negligência da parte da acção regulatória. Porém, não obstante o cuidado que se tem tido, sobretudo após a experiência da crise recente, o facto é que as falhas são, em certa medida, inevitáveis e que o máximo que se pode fazer é adoptar-se meios adequados que visam atenuar o risco da sua ocorrência¹¹⁸.

A captura regulatória consiste num processo pelo qual um grupo de interesses (empresas, consumidores ou trabalhadores) influencia a vontade de uma entidade decisora ou supervisora de determinado sector regulado com vista a obtenção de

¹¹⁷ HALIASSOS, Michael. *Financial Innovation: Too Much or Too Little?* eBook; Cambridge, 2013, p. 70.

¹¹⁸ AZEVEDO, Maria Eduarda. *Direito da Regulação da Economia*. Quid Juris, 2017, p. 66-67.

benefícios próprios que se podem traduzir, em geral, na captura de uma renda económica e que pode dar origem a uma redução da eficiência económica e do bem-estar social¹¹⁹. O problema da captura regulatória se traduz na necessidade de ser assegurada a independência das entidades reguladoras de modo a não serem reféns nem da administração do Estado nem dos interesses particulares de grupos que desenvolvem actividades que são objecto de regulação. Assim, é necessário prevenir a captura das autoridades reguladoras pelos grupos de interesses (*lobbies*), que fazem com que a autoridade administrativa passe a depender, por razões de captura, dos administrados ao invés da administração do Estado, fazendo com que se substitua a realização do interesse público que presidiu a sua criação pela prossecução dos interesses dos captores¹²⁰.

Relativamente ao problema dos custos da regulação importa referir que ela implica dois tipos de custos nomeadamente: 1) os custos financeiros propriamente ditos e 2) os custos que resultam do impacto que a regulação tem sobre a liberdade económica e a concorrência. Os custos financeiros traduzem-se em encargos das entidades reguladoras, a fim de custear as despesas em instalações, equipamentos e pessoal de apoio, sendo custos mais fáceis de serem contabilizados e recaem sobre os órgãos regulados ou os contribuintes, dependendo do sistema de financiamento adoptado. Por sua vez, os custos da regulação relacionado com as limitações impostas à liberdade de acção das empresas e à concorrência são mais difíceis de serem contabilizados e podem traduzir-se em perdas consideráveis de oportunidade de investimento ou de inovação¹²¹.

3.5 A supervisão do mercado de capitais em Angola

O modelo de supervisão instituído no sistema financeiro angolano é o institucional ou especializado (*Vertical or institutional model*), pelo que existem três órgãos distintos que levam a cabo a actividade de regulação e supervisão em função de cada um dos subsectores do sistema financeiro angolano. Assim, nos termos do artigo 64.º e

¹¹⁹ GONÇALVES, Ricardo Miguel Pereira. “A captura regulatória. Uma abordagem introdutória”. *Centro de Estudo de Direito Público e Regulação (CEDIPRE-FDUC)* Oline, 25 de Setembro de 2014, p. 18.

¹²⁰ Idem, p. 67.

¹²¹ Idem, p. 71-72.

seguintes da Lei de Base das Instituições Financeiras (LBI), aprovado pela Lei n.º 12/15, de 17 de Junho, conjugado com o artigo 21.º da Lei do BNA n.º 16/10, de 15 de Julho, compete ao BNA a regulação e supervisão das instituições financeiras bancárias bem como das instituições financeiras não bancárias¹²². O subsector dos seguros e fundos de pensões é supervisionado pela Agência Angolana de Regulação e Supervisão de Seguros (ARSEG). Finalmente, a supervisão do subsector de mercado de capitais é da responsabilidade da CMC. Pensamos ser este o melhor modelo para Angola, pois está focado na especialização de cada subsector e, de certa forma, garante maior eficiência na actividade de supervisão levada a cabo. Essa separação não é susceptível de criar sobreposição na actividade supervisora, contanto que haja boa coordenação entre as três entidades distintas, propiciando a troca de informação relevante de forma célere e comprometida.

Nos termos do artigo 67.º e seguintes da LBIF, a coordenação dos três órgãos responsáveis pela supervisão do sistema financeiro angolano é feita através do Conselho Nacional de Estabilidade Financeiro que é, nos termos da lei, um órgão público independente e dotado de autonomia técnica e funcional cujo objectivo principal consiste em garantir a estabilidade financeira e a prevenção de crises sistémicas no sistema financeiro angolano, cuja presidência cabe ao governador do BNA¹²³.

A definição, estrutura orgânica e atribuições da CMC consta do seu Estatuto Orgânico (E.O) aprovado pelo Decreto Presidencial (DP) n.º 54/13, de 6 de Junho, do Cód.VM e da LBIF. Nos termos do artigo 1.º e 4.º do seu EO, a CMC é uma pessoa colectiva de direito público com autonomia administrativa, patrimonial e financeira a quem é incumbida a tarefa de regular e supervisionar o

¹²² A categoria das instituições financeiras não bancárias é composto por entidades que apesar da estarem ligadas a moeda e ao crédito não desempenham a função clássica dos bancos que se traduz na captação de depósitos. No universo das instituições financeiras não bancárias se encontram segundo o artigo 7º da LBIF as casas de câmbio, as sociedades de microcrédito, as sociedades de locação e cessão financeiras entre outras.

¹²³ O Conselho Nacional de Estabilidade Financeiro equipara-se ao Conselho Nacional dos Supervisores Financeiros português (CNSF) criado pelo Decreto-Lei n.º 228/2000, de 23 de Setembro cuja uma das funções essenciais consiste em promover a coordenação da actuação das autoridades de supervisão do sistema financeiro (Cfr. Artº 2º, alínea a). Nos termos do artigo 4º daquele diploma, entre as entidades que compõem o CNSF constam o governador do Banco de Portugal (BdP) que o preside, o presidente a Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões (ASF) e o presidente da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM).

mercado de capitais e as actividades desenvolvidas por todos os agentes que intervêm de forma directa ou indirecta nesse mercado. Entre os agentes que intervêm no mercado de capitais que estão nos termos do n.º 3 do artigo 7.º da LBIF sob alçada regulatória e supervisória da CMC constam algumas instituições financeiras não bancárias, nomeadamente: a) as sociedades correctoras de valores mobiliários; b) as sociedades distribuidoras de valores mobiliários; c) as sociedades de investimento; d) as sociedades gestoras de patrimónios e e) outras empresas que sejam como tal qualificadas por lei.

No que as suas atribuições diz respeito, à CMC está incumbida da regulação, supervisão e promoção do mercado de capitais angolano. No exercício da actividade de regulação, compete à CMC, nos termos do artigo 4.º do EO:

- a) Elaborar regulamentos, instruções, recomendações e pareceres visando o funcionamento regular do mercado;
- b) Propor as entidades de tutela e superintendência, quer a seu pedido, quer por iniciativa própria, projectos de diplomas legais que considere relevantes para o desenvolvimento do mercado de capitais.

Visando a promoção do mercado, nos termos previstos nos artigos 5.º e 6.º do seu EO à CMC cabe:

- a) Estimular a aplicação da poupança em valores mobiliários, a inclusão e educação financeira;
- b) Fomentar a expansão ordenada e a integração do mercado de capitais;
- c) Assegurar a todos os intervenientes do mercado sobretudo aos investidores a transparência e credibilidade do mercado através da divulgação de toda a informação relevante;
- d) Cooperar activamente com outras autoridades nacionais que exerçam funções de regulação e supervisão do sistema financeiro, sobretudo na prevenção do risco sistémico;
- e) Assegurar a cooperação com as autoridades congéneres de outros Estados e a participação em organizações internacionais relacionadas com o

mercado de capitais¹²⁴.

No exercício das suas funções de supervisão compete ainda à CMC:

- a) Registar e autorizar o funcionamento dos mercados regulamentados e seus intervenientes;
- b) Instaurar e instruir processos de contravenção resultantes da inobservância das normas legais e regulamentares;
- c) Instaurar inquéritos para averiguação de infracções no âmbito do mercado.

Nos termos do artigo 7.º do EO, a estrutura orgânica interna da CMC está composta pelos seguintes órgãos:

- a) Presidente da CMC;
- b) Conselho de Administração;
- c) Conselho Consultivo e;
- d) Conselho Fiscal.

Os membros dos órgãos da CMC são nomeados pelo Titular do Poder Executivo e/ou pelo Ministro das Finanças que, ao mesmo tempo, exercem sobre si poderes de tutela e superintendência (cfr. n.º 3 do artigo 1.º).

3.5.1 Natureza jurídica da CMC

A CMC é, nos termos da alínea g) n.º 1 do artigo 33.º do EO uma unidade orçamental pois, a transferência do OGE constitui uma das suas fontes de receita para além das taxas e multas devidas pelas entidades que actuam no mercado de capitais angolano. Consequentemente, nos termos do artigo 33.º, a sua gestão financeira rege-se pelas regras relativas às unidades orçamentais, aplicando-se em caso de lacuna e, desde que não haja incompatibilidade, o regime jurídico pertencente ao sector empresarial público. Acrescenta-se o facto de nos termos do n.º 6 do mesmo artigo prever que a contabilidade deste órgão supervisor deve

¹²⁴ É neste âmbito que a CMC se tornou membro ordinário da *Internacional Organization of Securities Commissions* (IOSCO), enquanto órgão máximo mundial de coordenação e cooperação entre as várias instituições de regulação e supervisão do mercado de capitais a nível global.

ser elaborado de acordo com o regime de contabilidade pública. Por outro lado, dispõe o n.º 3 do artigo 33.º que a gestão patrimonial e financeira da CMC é regida segundo os princípios do direito privado. No que ao estatuto laboral do pessoal afecto à CMC diz respeito, dispõe o n.º 1 do artigo 35.º do seu EO que o mesmo se deve reger pelo regime do contrato geral de trabalho, cujo regime jurídico consta na LGT (n.º 7/15, de 15 de Junho). Ante este misto de regimes jurídicos aplicáveis à CMC acrescido do facto de ser ao mesmo tempo objecto de controlo tutelar e de superintendência, põe-se a questão prática de se saber qual a sua natureza jurídica, visando aferir a sua eventual autonomia e independência.

Importa ainda que, de forma breve, falar sobre a organização administrativa angolana com a finalidade de enquadrar a CMC. A organização administrativa consiste na forma de estruturação concreta da administração pública de um país definida por lei. Entretanto, constituem elementos da organização administrativa (pública): 1) as pessoas colectivas públicas e 2) os serviços públicos. As pessoas colectivas são classificadas atendendo o seu substrato (territorial, patrimonial e associativo). Assim, as pessoas colectivas públicas podem ser agrupadas nas seguintes categorias¹²⁵:

- a) Pessoas colectivas de população e território (ou de tipo territorial); abrangendo o Estado, as Autarquias locais e as regiões autónomas;
- b) Pessoas colectivas públicas de tipo institucional; correspondente aos institutos públicos, empresas públicas e as entidades administrativas independentes;
- c) Pessoas colectivas de tipo associativo; correspondentes às associações públicas.

Consequentemente, compreende-se que a actividade administrativa pública não é apenas desenvolvida no âmbito do Estado mas também fora deste; daí que se fala em administração estadual e administração autónoma. Quando a administração estatual é exercida por órgãos e serviços que compõem a própria pessoa colectiva pública Estado, está-se diante da administração directa¹²⁶. Por

¹²⁵ AMARAL, Diogo Freitas do. *Curso de Direito Administrativo*. Vol. I, 4ª edição, Almedina, 2015, p. 613.

¹²⁶ A administração directa em Angola é caracterizada pela desconcentração onde a administração central que abrange todo o território nacional é exercida pela Presidência da República, Vice

sua vez, quando a actividade administrativa é levada a cabo por pessoas colectivas distintas do Estado, mas criadas por este ou tenha participado activamente na sua institucionalização, fala-se em administração indirecta ou instrumental¹²⁷ que resulta do processo de descentralização administrativa. Conforme afirmam Carlos Feijó e Cremildo Paca, em Angola a descentralização administrativa não se reconduz somente às autarquias locais, apesar de serem os principais entes sobre quem ela incide, mas opera de igual modo na criação de institutos públicos e empresas públicas através do mecanismo de descentralização funcional, técnica ou institucional¹²⁸.

Em Angola, a organização administrativa indirecta é exercida pelos institutos públicos e pelas empresas públicas, cujos regimes jurídicos constam do DLP n.º 2/20, de 19 de Fevereiro (Lei dos Institutos públicos) e da Lei n.º 11/13, de 3 de Setembro (Lei de base do sector empresarial público), respectivamente. Embora apresentem regimes jurídicos distintos, os institutos públicos e empresas públicas têm em comum o facto de serem pessoas de direito público (cfr. art.º 3.º e 7.º), ser a criação e extinção resultante, em regra, de um acto do Titular do Poder Executivo (cfr. art. 18.º e 12.º); serem detentores de autonomia financeira (cfr. art. 6.º e 21.º); terem um quadro de pessoal, em princípio, sujeita ao regime da legislação laboral (cfr. art. 47.º e 34.º) e estarem ambos sujeitos aos poderes de superintendência (cfr. art.º 7º e 43.º).

Da análise dos dois regimes jurídicos, conclui-se que a CMC não é uma empresa pública apesar de ambos possuírem alguns elementos comuns. Tal pode ser aferido devido ao facto de o próprio EO (art.º 3.º) prever a aplicação subsidiária do regime do sector empresarial público, mas apenas na matéria relacionada a questão financeira. Entretanto, a parte final do mesmo artigo expressamente afasta a aplicação do Decreto-Lei n.º 9/03, de 28 de Outubro relativo à organização, estrutura e funcionamento dos institutos públicos. Com esse afastamento expresse, a conclusão imediata seria que esse diploma eliminou qualquer possibilidade da CMC ser considerada um instituto público. Tal

Presidência, Ministérios e Secretarias do Estado. Por outro lado, a administração local ou periférica que se limita a determinadas áreas ou circunscrições é exercida pelos Governos provinciais, administrações municipais e comunais (cfr. art.º 201º da CRA).

¹²⁷ CAUPERS, João; EIRÓ, Vera. *Introdução ao Direito Administrativo*. 12ª edição, Âncora editora, 2016, p. 116.

¹²⁸ FEIJÓ, Carlos; PACA, Cremildo. *Direito Administrativo*. Mayamba editora, 2013, p. 167.

conclusão seria correcta se apenas nos tivéssemos a tal diploma. Porém, acontece que aquele diploma foi expressamente revogado pelo DP n.º 2/13, de 25 de Junho (cfr. art.º 43.º) que veio alterar substancialmente o regime jurídico dos institutos públicos. Este diploma veio tornar mais abrangente o conceito de institutos públicos, incluindo nele “as agências”, enquanto novas formas de institutos públicos que não estavam previstas no diploma ora revogado.

Os institutos públicos são nos termos do artigo 3.º do seu novo regime jurídico “pessoas colectivas públicas dotadas de personalidade jurídica de direito público, integram a administração indirecta do Estado e assumem a forma de serviços personalizados, estabelecimentos públicos, agências e fundações públicas”¹²⁹. Consequentemente, define o artigo 30.º as agências como sendo “espécies de institutos públicos que prosseguem fins de natureza reguladora, fiscalizadora e de promoção de actividades de interesse público de sectores específicos ligados à economia”. Ora, atendendo ao facto da função da CMC ser o de regular e supervisionar o mercado de capitais conforme previsto no n.º 1 do artigo 4.º, dúvidas não restam que se trata de uma agência. Logo, a CMC é um instituto público. Isto resulta de uma interpretação actual do EO da CMC, atendendo os regimes jurídicos dos institutos públicos que se foram sucedendo.

Por sua vez, o DP n.º 2/13 veio a ser revogado pelo DLP n.º 2/20, de 19 de Fevereiro. Apesar deste novo diploma não se referir sobre as agências, este não afastou a CMC do leque dos institutos públicos pois, admite no n.º 2 do artigo 2.º que o mesmo também se aplica às entidades reguladoras que não sejam entidades administrativas independentes, o que é o caso da CMC.

3.5.2 A CMC enquanto entidade reguladora (in) dependente

Uma das questões essenciais a ser levada em conta, no âmbito da actividade de regulação e supervisão, é relativa à independência das entidades reguladoras e supervisoras relativamente aos órgãos políticos. Com a independência das entidades

¹²⁹ O Decreto-Lei ora revogado estabelecia no n.º 3 do artigo 4.º que “*os institutos públicos...assumem a forma de serviços personalizados do Estado, de estabelecimentos públicos e de instituições públicas de investigação e desenvolvimento tecnológico*”. Assim, as agências não constavam no leque de institutos públicos previstos naquele diploma.

reguladoras, pretende-se evitar e desencorajar a sua captura regulatória, permitindo que estes actuem sem qualquer pressão ou constrangimento externo e sempre em prol do interesse público que justifica a sua constituição.

Como afirma Vital Moreira, a função do Estado deve ser, sempre que possível, desgovernamentada e confiada à entidades públicas independentes e que sejam tanto quanto possível imunes tanto à ingerência governamental quanto à pressão das entidades reguladas. Tal ideia constitui um novo entendimento da regulação, que se baseia na separação entre a esfera da política económica — a definição dos quadros legislativos e das grandes opções de cada sector que compete ao parlamento e ao governo — e a esfera da regulação administrativa e técnica — tida como regulamentação de 2.º grau que se traduz na implementação e supervisão das normas, sanção das infracções que deve pertencer às instâncias administrativas tanto quanto possível inunes ao ciclo político e às mudanças governamentais de modo a garantir a imparcialidade, a estabilidade e a previsibilidade da regulação¹³⁰. A independência das entidades reguladoras é tão fundamental que constituiu a condição *sine qua non* para que em tempo de crise Portugal recebesse a assistência financeira da União Europeia e da zona euro, tendo-se comprometido a garantir que as entidades reguladoras tenham independência e recursos necessários para levar a cabo as suas funções¹³¹.

Entre os modelos de regulação independente mais eficazes, está o norte americano que, através das “*independent regulatory agencies*” criadas pelo Congresso e que têm como incumbência a definição de regras e garantir o seu cumprimento sem qualquer influência política. O modelo norte americano das entidades independentes apresenta duas características nucleares que consiste, por um lado, na independência em relação ao Governo e, por outro, o acompanhamento da actividade económica em detrimento do crescimento orgânico e do reforço funcional da Administração. A independência constitui um verdadeiro ADN das entidades reguladoras norte americanas e corresponde a uma qualidade própria do sistema constitucional norte americano muito associado à “rivalidade vigilante” entre os poderes executivo

¹³⁰ MARQUES, Maria M. Leitão; MOREIRA, Vital. *A mão invisível. Mercado e Regulação*. Almedina, 2003, p. 119-120.

¹³¹ RICARDO, Fernando Pereira. As cativações e a autonomia administrativa e financeira das entidades reguladoras independentes (e da AdC em particular). In: *Revista da Concorrência e Regulação*. Ano IX, nº 35, Julho – Setembro 2018, p. 83.

(Presidente) e legislativo (Congresso), evidenciando que as entidades reguladoras se situem fora da órbita do poder de direcção presidencial visando garantir a sua autonomia em relação ao governo e à administração. Com a independência das entidades reguladoras, visa-se dar resposta à preocupação de manter a regulação da economia tanto quanto possível apartada da política da maioria governamental de cada momento, em homenagem à regra da separação entre o Estado e a economia¹³².

O modelo norte americano de regulação independente foi importado para o continente europeu. Entre as razões dessa importação, associa-se a novidade das autoridades independentes à crise da administração pública tradicional. Tal crise tornaria incompatível a administração pública clássica — caracterizada por um aparelho complexo, burocratizado e lento, partidarizado, não profissional, de eficácia duvidosa e com imparcialidade assombrada em termos de execução das políticas públicas que reagia mal às inovações, não dialogava com os cidadãos e os grupos de interesse e preferia o segredo à transparência — com a realização das novas tarefas relacionadas com a função de regulação de sectores da actividade económica que reclamava um novo modelo de relacionamento com o Executivo. O modelo regulatório ora importado, além de contribuir para o esbatimento das fronteiras entre a Administração e a política, minimizando a crescente desconfiança institucional sobre a capacidade da administração em assegurar de um modo imparcial a tutela de certos bens jurídicos ou interesses qualificados, mostrava-se também garante de racionalização (desgovernalização, despolitização, e despartidarização) da função reguladora, maior eficácia e previsibilidade, em razão da sua especialidade de fins e, ainda, do reduzido número e elevado profissionalismo dos seus titulares¹³³.

Os reguladores independentes são entidades que se distinguem pela independência e neutralidade em relação ao Executivo e aos interesses envolvidos e, por essa via, se identificam com a necessidade de criar espaços de supervisão fora da área de controlo da administração tradicional. Relativamente à sua caracterização, os reguladores independentes são definidos, do ponto de vista subjectivo, como instâncias

¹³² AZEVEDO, Maria Eduarda, ob. cit., p. 90-91. No mesmo sentido cfr. CARDOSO, José Lucas. *Autoridades Administrativas Independentes e Constituição*. Coimbra Editora, 2002, pp. 45-60. PACA, Cremildo. *As Autoridades Administrativas Independentes e o Provedor de Justiça no Direito Angolano*. Edições Maianga, 1ª edição, 2011, pp. 129-138 e MOREIRA, Vital; MAÇÃS, ob. cit., p. 17ss.

¹³³ Idem, p. 62, 92-93.

de direito público e, numa perspectiva objectiva, enquanto entidades chamadas ao exercício da função administrativa dotadas de um estatuto de independência funcional e orgânica sem paralelo no quadro da organização administrativa clássica. A independência pode ser vista na perspectiva funcional ou institucional e orgânica. Na independência funcional as entidades reguladoras desenvolvem as suas funções fora da área de influência do Governo, sem vinculação a qualquer direcção. Por sua vez, a independência orgânica surge corporizada num conjunto de requisitos pessoais dos titulares das entidades reguladoras. Requisitos em que se contam o mandato por tempo certo, por vezes, de duração superior a dos ciclos eleitorais de modo a evitar o partidarismo; a garantia da inamovibilidade durante o exercício das funções, admitindo-se apenas a destituição nas condições e com os fundamentos estabelecidos nos estatutos e a irresponsabilidade política ou funcional pelas deliberações ou posições assumidas no desempenho das funções¹³⁴.

Segundo João Confraria, a independência das autoridades públicas com responsabilidade em matéria de regulação relativamente ao governo significa, competência própria de decidir, pelo que a decisão final, em determinado assunto sobre regulação e supervisão, não depende de um membro do governo, depende exclusivamente dos dirigentes dessas mesmas autoridades públicas, pelo que o governo não pode influenciar essa decisão e uma vez tomada não a pode revogar. Entre os principais indicadores de independência das entidades reguladoras, constam a existência de personalidade jurídica e de autonomia financeira e patrimonial, acrescido de um conjunto de regras que dizem respeito à nomeação e à destituição dos dirigentes, nomeadamente os membros dos conselhos de administração. A personalidade jurídica das entidades reguladoras é indispensável para contrair obrigações legais. Por sua vez, a autonomia financeira e patrimonial que está associada à possibilidade de ter receitas próprias tem efeitos mais significativos. Com efeito, com a autonomia financeira e patrimonial e receitas próprias suficientes para a sua actividade, uma autoridade está relativamente protegida da necessidade de negociar o seu quinhão anual no orçamento e está menos sujeita a interferências do governo em matéria de realização de despesas que decorrem da sua actividade. Com isso ganha assinaláveis vantagens de gestão face a outras administrações públicas, pois tornam-se

¹³⁴ Idem, p. 93-94.

bastante mais fáceis actividades como o planeamento das actividades e o financiamento das despesas e de investimento sem, no entanto, descurar a necessidade da sua fiscalização. Isto permite processos de fiscalização mais flexíveis, que acabam por se estender também à área laboral, procurando-se integrar os trabalhadores das autoridades reguladoras em regimes de contratos individuais de trabalho, fora do quadro tradicional da função pública¹³⁵.

Nesse sentido, pretende-se, com a atribuição de receitas próprias e de autonomia financeira e patrimonial às entidades reguladoras, evitar que, por via orçamental, o governo possa exercer qualquer pressão indirecta sobre as decisões que poderão comprometer a sua independência. No entanto, apesar da pressão não ser de todo impossível, porquanto, na generalidade das vezes, os governos têm sempre uma palavra a dizer sobre os orçamentos a serem aprovados, a verdade é que se torna mais difícil e exposta em termos políticos.

A afirmação de independência das entidades reguladoras perante o governo é também concretizável através de dois tipos de medidas adicionais que se traduzem, em primeiro lugar, na imposição de restrições aos processos de destituição, promovendo-se a inamovibilidade dos conselhos de administração das entidades reguladoras, para evitar que o governo utilize a possibilidade de destituição como forma de influenciar ou avaliar a sua actividade e, em segundo lugar, no estabelecimento de períodos de duração dos mandatos mais longos do que os períodos normais das legislaturas, o que contribui para um maior isolamento do processo regulativo face aos ciclos políticos¹³⁶, o que, automaticamente, impede que os órgãos directivos das entidades reguladoras sejam mudados em tão pouco tempo e a bel-prazer de quem estiver em frente da direcção do governo, situação que pode gerar instabilidade governativa da entidade reguladora e comprometer a sua produtividade e alcance de objectivos.

Porém, a inexistência de vínculo de sujeição político-administrativa das entidades independentes, assim como as garantias de irresponsabilidade e inamovibilidade dos seus titulares ante outros órgãos, não significa que se mostrem impermeabilizadas em relação a qualquer tipo de hetero-controlo. Assim, não se deve

¹³⁵ CONFRARIA, João. *Regulação e Concorrência. Desafios do século XXI*. 2.^a Edição Universidade Católica Editora, 2011, p. 131-133.

¹³⁶ Idem, p. 133-134.

perder de vista que as entidades reguladoras independentes constituem órgãos ou corpos da administração pública, circunstância que impõe sempre a submissão a certas formas de fiscalização dos respectivos actos, o que retira, por esse meio, qualquer pertinência à famosa interrogação segundo o qual “quem regula o regulador?”. A este argumento acresce-se aquele segundo o qual, no Estado de Direito Democrático, carece de justificação a presença de órgãos de poder não legitimados democraticamente que praticam na sua esfera de competência actos de poder virtualmente ilimitados em termos de méritos¹³⁷.

A independência das entidades reguladoras é um dos princípios definidos pela IOSCO no seu “*Objectives and Principles of Securities Regulation*” (versão Maio 2017) estabelecendo, numa tradução livre, que “o regulador deve operar de forma independente e prestar conta no exercício das suas funções e poderes”¹³⁸. A ideia da prestação de conta (accountability) está relacionado com o controlo, sobretudo judicial, a que devem estar sujeitas as acções das entidades reguladoras.

3.2.3 Independência formal e de facto

A independência dos reguladores pode ser classificada em independência formal (*formal independence*) e a independência de facto (*the de facto independence*)¹³⁹. A independência formal refere-se à protecção conferida às entidades reguladoras pelas normas legais, visando impedir qualquer instrução, pressão ou ameaça dirigidas a si e que se reflecte na atribuição a essas entidades de a) autonomia administrativa e financeira; b) autonomia de gestão e c) autonomia orgânica, funcional e técnica perante o Governo e os regulados¹⁴⁰. O n.º 1 do artigo 1.º do EO estabelece que o CMC possui autonomia administrativa e financeira.

¹³⁷ AZEVEDO, Maria Eduarda, ob. cit., p. 96.

¹³⁸ “*The Regulator should be operationally independent and accountable in the exercise of its functions and powers*”.

¹³⁹ GILARDI, Fabrizio; MAGGETTI, Martino. *The independence of regulatory authorities*. November 29, 2010, p. 2-3. A “independência de facto” traduz-se na autonomia efectiva dos reguladores no exercício das suas acções regulatórias diárias.

¹⁴⁰ GONÇALVES, Pedro Costa; MARTINS, Licínio Lopes. “Nótulas sobre o novo regime das entidades independentes de regulação da atividade económica”. In: *Estudos de Regulação Pública – II*, 1ª edição, Coimbra Editora, 2015, p. 340.

A autonomia administrativa traduz-se na faculdade que a entidade tem de gerir e administrar a sua vida interna de modo independente. Ela remete necessariamente à questão relativa à nomeação dos órgãos directivos e outras questões a ela relacionadas. Resulta do n.º 1 do artigo 9.º e do n.º 1 do artigo 16.º do EO da CMC que cabe ao Titular do Poder Executivo, sob proposta do Ministério das Finanças, a nomeação quer do Presidente quer doutros membros do Conselho de Administração. Ante este poder atribuído por estas entidades de natureza política, questiona-se a possibilidade de esse órgão manter-se independente dos interesses políticos ou dos regulados. Não é crível pensar-se que a tutela e a superintendência que se exerce sobre a CMC não afecte, de alguma forma, a sua independência, sobretudo num país como Angola, com níveis de democraticidade ainda muito baixos onde o poder político imiscui-se em todas as formas da vida social e económica do país. Pensamos que o único controlo que a CMC devia estar sujeita é o controlo judicial, visando assim garantir a sua independência de facto. Aliás, a necessidade de torná-la numa entidade independente foi identificada por si mesma e consta, inclusive, da sua Estratégia de Actuação 2017-2022¹⁴¹.

Prevê-se, no n.º 2 do artigo 9.º e n.º 2 do artigo 16.º, que a nomeação do Presidente e de outros membros do Conselho de Administração deve ter como critério a “reconhecida competência técnica ... e comprovada idoneidade e independência”. Esse preceito foi omisso numa questão fundamental, pois não se refere sobre o conteúdo da “independência” a que faz menção. Será independência político-ideológica, religiosa?

Do modo como o preceito vem apresentado, nada obsta que, além dos requisitos de competência técnica e idoneidade, sejam consideradas pelo órgão que propõe e que os nomeia outros critérios “estranhos” de natureza ideológico-partidário, racial, étnico-linguístico, religiosa. Assim, o ideal seria atribuir um conteúdo ao conceito de independência, a fim de se afastar, de forma expressa, os critérios ideológicos-políticos, raciais e étnicos no acto de designação do presidente e dos

¹⁴¹ Comissão de Mercados de Capitais. *Estratégia de actuação 2017-2022*, p. 52. As autoridades administrativas independentes vêm previstas no art. 199º da CRA 2010. Assim, urge a sua institucionalização através de uma Lei-Quadro que definirá os princípios gerais. Neste sentido cfr. GUERRA, José A.M – “As autoridades administrativas independentes na ordem económica da Constituição angolana de 2010”. In: *Juris, Revista da FDUCAN*, Vol. I. Universidade Católica Editora, 2016, p. 234.

membros do Conselho de Administração da CMC. Estes órgãos têm, nos termos dos artigos 8.º e 17.º, um mandato de 5 anos renovável. Consideramos esses artigos perigosos, pois não impõem limite nas vezes em que os mandatos podem ser objecto de renovação, o que pode propiciar a “eternização” do presidente e dos membros no Conselho de Administração, o que pode ser prejudicial ao funcionamento eficaz da CMC, porquanto cria condições de conformismo e até vícios na gestão. Outro mal a ser corrigido é o de fazer coincidir o mandato daqueles com o mandato dos titulares de órgãos políticos (Executivo e Parlamento) que resultam de eleições realizadas de 5 em 5 anos. A solução passaria por aumentar o período de cada mandato.

Uma questão fundamental incide sobre a inamovibilidade dos membros do Conselho de Administração. Embora o EO seja omissivo a respeito, é essencial que se garanta, assim como no caso dos magistrados judiciais, que os membros do Conselho de Administração não sejam destituídos antes de o mandato terminar, garantindo assim que não sejam instrumentalizados pelos órgãos políticos.

A autonomia financeira está relacionada com a capacidade de assegurar condições financeiras de autossuficiência. A autonomia financeira das entidades independentes é fundamental para garantir a sustentabilidade financeira desta sem depender do orçamento público, o que inibe qualquer tentativa de controlo dessas entidades por parte dos órgãos políticos. Assim, deve-se garantir que as entidades reguladoras tenham receitas próprias para cobrir as suas despesas.

Nos termos do artigo 33.º do EO, entre as receitas da CMC, constam das taxas cobradas pelos serviços por si prestados e resultantes da penalização pelas infracções cometidas e as transferências do OGE.

Dispõe o artigo 484.º do Cód.VM que 10% das receitas arrecadadas resultantes dos processos de transgressão conduzidas pela CMC se revertam a favor do Estado através da Conta Única do Tesouro (CUT), revertendo o remanescente a favor do orçamento da própria CMC. Consideramos fazer sentido tal opção legislativa, pois a CMC, enquanto órgão público, constituído primariamente por fundos públicos, deve contribuir para o orçamento estatal. No entanto, não concordamos que a CMC continue a beneficiar de quotas do OGE. Compreendemos que foi uma solução que se encontrou para ajudá-la a obter receitas em momentos iniciais do seu funcionamento. Porém, anos após o início das suas funções e com a “expansão” do mercado de

capitais já não se justifica que continue a beneficiar do orçamento estatal, evitando sobretudo estar, de alguma forma, sob o controlo governamental.

A CMC é, nos termos legais, um órgão com autonomia administrativa e financeira. Porém, para a aferição da independência de uma entidade reguladora como a CMC não basta garantir tais autonomias, pois a independência pressupõe mais do que isso. A independência de uma entidade administrativa pressupõe que a sua criação resulte, preferencialmente e sobretudo, de um acto legislativo do parlamento assim como a designação dos membros dos órgãos directivos e que, consequentemente, fiscalize os seus actos associada àquele feito pelos órgãos judiciais. Com efeito, o facto do EO da CMC resultar de um DP e simultaneamente estar sujeita a tutela e superintendência do Ministro de tutela e do Titular do Poder Executivo respectivamente, associado ao facto de os seus órgãos de direcção serem nomeados por aqueles, permite chegar-se a uma conclusão sobre a sua falta de independência dos órgãos políticos que, de certa forma, pode condicionar o seu funcionamento.

Por isso, pensamos que urge fazer-se uma reformulação ao EO da CMC, no sentido de torná-lo de facto e de *iuri* numa entidade independente e livre de qualquer laivo político que possa comprometer a sua actuação. Outrossim, a garantia da independência da CMC é conveniente, a fim de se criar um reforço da credibilidade do mercado de capitais e de todo o sistema financeiro em geral, o que, certamente, propiciará a participação de investidores internos e externos¹⁴², sem esquecer o facto de que a garantia de entidades supervisoras independentes do mercado de capitais é uma tendência internacional e consta dos objectivos da IOSCO, instituição da qual Angola é membro e não pode estar à margem.

3.2.4 A dupla supervisão entre o BNA e a CMC

Coloca-se a questão sobre a existência de uma dupla supervisão exercida entre o BNA e a CMC que se traduz num eventual conflito positivo de competência. Tal situação resulta do facto de existir instituições financeiras bancárias que intervêm no

¹⁴² GUERRA, José A.M, ob.cit., p. 240.

mercado de capitais, essencialmente como intermediários, actuando como correctoras ou distribuidores de serviços financeiros. A essa questão existem dois posicionamentos: o primeiro defende que a única entidade com legitimidade para supervisionar as instituições financeiras bancárias é o BNA, não relevando a sua actuação num outro mercado. Por outro lado, o segundo posicionamento considera que todas as actividades de intermediação realizadas pelas instituições financeiras bancárias no âmbito do mercado de capitais estão igualmente sob a responsabilidade da CMC¹⁴³.

Na nossa opinião, é pacífico considerar que a CMC estenda o seu poder de supervisão a todos que intervenham no mercado de capitais, independentemente dos intervenientes estarem legal e primariamente sujeitas ao controlo duma outra entidade de supervisão. Porém, o controlo exercido pela CMC sobre as instituições financeiras bancárias é muito ténue e não é tão significativa quanto aquele que o BNA exerce sobre elas, pelo que o grau de intervenção nunca deverá ser igual, pois o controlo da CMC limita-se aos actos que incidem sobre os instrumentos financeiros transaccionados naquele mercado e não incidem directamente sobre o funcionamento daquelas não tendo, por exemplo, poderes para cassar a licença de autorização conferida às instituições financeiras bancárias pelo BNA.

¹⁴³ MANUEL, Leonildo João Lourenço, ob. cit., p. 123.

CAPÍTULO IV: O REGIME DE PROTECÇÃO DOS INVESTIDORES EM ANGOLA

Secção I: Medidas gerais de protecção do investidor

4.1 Relevância da informação no mercado de capitais

No mercado de capitais, intervêm vários agentes nomeadamente investidores, emitentes, intermediários financeiros, ou seja, agentes com interesse na transacção de instrumentos financeiros negociados naquele mercado. Tal encontro entre a procura e oferta de instrumentos financeiros, constitui-se, por um lado, numa fonte de financiamento de que os emitentes necessitam para financiar os seus projectos de investimento empresarial e, por outro lado, para os investidores que precisam de aplicar os seus aforros, visando aumentar a sua rendibilidade. Com efeito, com a absorção do contínuo investimento da poupança por parte dos aforradores a favor de actividades produtivas, através da sua transformação em capital investido, o mercado de capitais contribui decisivamente para o desenvolvimento e a dinamização da economia, porquanto atribui aos investidores a legítima expectativa da rentabilização do valor financeiro aplicado¹⁴⁴.

A relação que se estabelece entre os agentes intervenientes do mercado de capital é caracterizado pela informação assimétrica, na medida em que existe, amiúde, uma disparidade quantitativa e qualitativa de informação possuída pelos agentes. A existência da assimetria de informação, no mercado de capitais, exige que, aqueles que as possuam, as divulguem aos outros intervenientes sobretudo aos investidores não profissionais. A informação constitui-se, de facto, num meio de protecção do investidor, pelo que este deve ser suficientemente informado sobre os instrumentos financeiros nos quais decide investir¹⁴⁵ e sobre o mercado de capitais em geral. A informação, cuja divulgação é exigida, refere-se a quaisquer factos relevantes sobre o mercado e instrumentos financeiros que se pretende transaccionar.

¹⁴⁴ OGANDO, José João de Avillez. *Os deveres de informação permanente no mercado de capitais*. Separata da Revista da Ordem dos Advogados. Ano 64, I/II, 2004, p. 7.

¹⁴⁵ ZUNZUNEGUI, Fernando. *Derecho del Mercado Financiero*. 3ª edição, Marcial Pons, Madrid 2005, p. 30.

Como referido anteriormente, o risco é inerente ao mercado de capitais e à própria interação sócio-económico, pelo que a informação é o meio idóneo para contorná-lo¹⁴⁶ ou debelá-lo, visando evitar ou atenuar os potenciais prejuízos aos investidores e garantir a confiança no mercado. Os riscos a que estão sujeitos os investidores no mercado de capitais e contra os quais reclamam tutela podem ser de vários tipos nomeadamente a) o risco de oportunidade; b) o risco de administração, c) o risco de liquidez e d) o risco de rendimento. O risco de oportunidade traduz-se na possibilidade de a decisão de investimento adoptada não ser a mais conveniente ou oportuna. Por sua vez, o risco de administração ocorre quando a gestão da entidade emitente de instrumentos financeiros está sob responsabilidade de pessoas sem idoneidade e não suficientemente competentes. O risco de liquidez ocorre quando a decisão de desinvestimento não proporciona a liquidez esperada¹⁴⁷. Finalmente, o risco de rendimento ocorre quando o capital investido não é conservado e/ou quando não se produz o rendimento esperado. Tais riscos constituem-se em elementos inibidores à participação do público no mercado, donde se insere um risco mais abrangente que impende sobre a generalidade dos investidores designado risco de informação que se traduz na impossibilidade de identificação e valoração dos riscos anteriormente descritos¹⁴⁸.

A questão da divulgação da informação é de relevância fundamental, porquanto a assimetria informativa produz efeitos nefastos para o desenvolvimento do mercado, pois, ao serem suscitadas dúvidas no espírito dos investidores quanto à evolução das cotações ou quanto à percepção de que existem sujeitos detentores de maior e melhor informação que os coloquem numa posição de vantagem na análise dessa mesma evolução, criam condições para o seu afastamento do mercado. Assim, o desenvolvimento e expansão do mercado de capitais depende, em grande medida, do aumento da sua eficiência e receptividade junto dos investidores através da redução do risco de informação, o que se torna concretizável com o incremento da percepção de que o investimento em instrumentos financeiros pode ser realizado de modo racional,

¹⁴⁶ PINA, Carlos Costa. *Dever de informação e responsabilidade pelo prospecto no mercado primário de valores mobiliários*, Coimbra, 1999, p. 21.

¹⁴⁷ CASTRO, Carlos Osório de. “A informação no Direito de Valores Mobiliários”. In: *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, Lisboa (1997), p. 335-336.

¹⁴⁸ OGANDO, José João de Avillez, ob. cit., p. 9.

com base no conhecimento da situação das entidades emitentes e das suas perspectivas futuras¹⁴⁹. O que se procura com a imposição de divulgação da informação é assegurar que os investidores disponham duma informação completa e verdadeira para que, de modo autónomo e auto-responsável, possam tomar as suas decisões. No entanto, longe de se aferir o mérito das operações que são propostas aos investidores evitando a concretização daqueles que se venham considerar como sendo não justas e equitativas, pretende-se apenas garantir a protecção do investidor contra insuficiências e inexactidões da informação posta ao seu dispor, recaindo sobre ele o ónus da decisão. Reiterando o uso duma expressão famosa no mercado financeiro: o investidor conserva o inalienável direito de ser estúpido (*to make a fool of himself*), cabendo à lei evitar que seja outrem a fazê-lo de estúpido (*to make a fool of him*)¹⁵⁰.

4.1.1 A informação como medida geral de protecção do investidor

O incentivo para que alguém decida aplicar as suas poupanças no mercado de capitais depende do grau de segurança jurídica e económica que lhe é oferecido por cada opção de investimento. A confiança do investidor no mercado de capitais só é possível quando este conhece as condições e as reais perspectivas de cada possibilidade de investimento e este conhecimento está condicionado pelo conteúdo da informação¹⁵¹ que lhe é posta à disposição¹⁵². Com efeito, um investidor racional que percebe a sua desvantagem de informação em relação à administração só estará disposta a investir se o problema da assimetria informativa que o coloca numa posição de desvantagem for reduzido a um nível satisfatório antes da celebração do contrato ou

¹⁴⁹ Idem, 10.

¹⁵⁰ CASTRO, Carlos Osório de, ob. cit., p. 337.

¹⁵¹ A relevância da informação para a confiança do investidor e funcionamento salutar do mercado de capitais foi destacada pelo discurso proferido a 7 de Outubro de 1999 por Arthur Levitt, então presidente da U.S Securities & Exchange Commission (SEC) defendendo que “*Information is the lifeblood of markets. But unless investors trust this information, investor confidence dies. Liquidity disappears. Capital dries up. Fair and orderly markets cease to exist. As the volume of information increases exponentially, the quality of information for investors and the markets they comprise must be our signal concern. The promise of a global marketplace, like never before, depends on it*”. Disponível em <<https://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1999/spch302.htm>>.

¹⁵² RODRIGUES, Sofia, Nascimento, ob. cit., p. 37.

se ele for adequadamente recompensado pelos riscos suportados¹⁵³. Tal pretensão, apesar de ser legítima, não lhe pode ser assegurada, pois os rendimentos dos investimentos feitos em instrumentos financeiros não são garantidos, correndo o investidor por sua conta e risco sempre que decide investir nesse mercado, cabendo aos emitentes, intermediários financeiros e outros sobre quem recai o dever, fazer a divulgação da informação relevante e cabendo, em última análise, ao investidor a decisão a favor ou contra o investimento.

A relevância da informação para a protecção do investidor e desenvolvimento do próprio mercado de capitais é reafirmada pela IOSCO que defende o princípio do *full disclosure*, orientando no princípio 16.º, relativo aos emitentes que estes devem fazer a divulgação de forma completa, precisa, atempada da informação sobre os resultados financeiros, riscos e qualquer outra informação que se considere fundamental para a tomada de decisão dos investidores. Porém, os emitentes não são os únicos sujeitos passivos do dever de informação, estendendo-se tal dever a todas as entidades que participam no processo de transacção de instrumentos financeiros no mercado de capitais.

4.1.2 O regime da informação: requisitos normativos da qualidade da informação

Mais do que a imposição do dever de divulgação de informação é fundamental assegurar a sua qualidade. A qualidade da informação apresenta-se como sendo essencial ao funcionamento do mercado de capitais, constituindo-se num instrumento de eficiência, equilíbrio e justiça do mercado. Pretende-se, com a qualidade da informação, garantir que ela seja suficientemente esclarecedora, permitindo que um investidor médio esteja inteiramente esclarecido e não necessite a consulta de elementos adicionais¹⁵⁴.

¹⁵³ BAUMS, Theodor. *Changing Patterns of Corporate Disclosure in Continental Europe: the Example of Germany*. Working paper nº 04/2002, p. 3.

¹⁵⁴ GONZALEZ, Pedro Boullosa. “Qualidade da Informação”. In: *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 2014, p. 2.

Não obstante aparecer num capítulo anterior àquele que trata especificamente da questão da qualidade que a informação deve apresentar, o artigo 6.º do Cód.VM impõe a tradução obrigatória em português de todos os documentos com o conteúdo informativo em língua estrangeira susceptível de influenciar as decisões dos investidores. Para reforçar a necessidade da tradução, impõe aquele artigo que a tradução deve estar devidamente legalizada, o que pressupõe que ela deve ser rigorosa e clara, levando a entender que ela deve ser feita por *experts*, ou seja, por profissionais que entendam não apenas a língua envolvida, mas que percebam do mercado de capitais, pois supomos ser a única forma de se garantir rigor e clareza da informação cujo conteúdo original consta numa língua estrangeira. Temos alguma dificuldade em idealizar situações descritas no n.º 2 do mesmo artigo que excepciona a obrigatoriedade da CMC exigir a tradução quando considere estarem acautelados os interesses dos investidores.

Não percebemos como é que num país cuja língua oficial é o português e os potenciais investidores que se esperam venham transaccionar no seu mercado de capitais sejam nacionais (pelos menos a maioria) se venha dispensar a tradução de uma informação originariamente escrita em língua estrangeira. Ainda que os investidores, sobretudo os nacionais, dominem a língua estrangeira cuja informação original foi escrita, não há 100% de garantia de que estes compreenderão com rigor e clareza o seu conteúdo. Por isso, pensamos que a obrigatoriedade de tradução da informação escrita originalmente em língua estrangeira não deva admitir excepção, sob pena de se correr o risco da informação não ser devidamente captada pelos seus destinatários, comprometendo assim a sua finalidade.

Com a epígrafe “qualidade de informação”, dispõe o n.º 1 do artigo 7.º do Cód.VM que a informação respeitante ao mercado de capitais deve ser *completa, verdadeira, actual, clara, objectiva e lícita*. Conforme refere o n.º 2 do mesmo artigo, a exigência da qualidade de informação engloba toda a informação sobre instrumentos financeiros independentemente de ela ser prestada a título de conselho, recomendação, mensagem publicitária ou relatório de notação de risco. Assim, o n.º 1 do artigo 7.º descreve os requisitos da qualidade de informação nomeadamente a completude, a veracidade, a clareza, a objectividade e a licitude. Tais requisitos são cumulativos, pelo

que a não observância de um deles compromete a qualidade que se exige da informação. Vamos doravante descrever em que se consubstanciam os princípios da completude, veracidade, actualidade, clareza, objectividade e licitude.

A completude traduz-se na coincidência que deve existir entre a mensagem divulgada ou a ser divulgada e o referente (a matéria a que respeita), concretizável através da inclusão na mensagem informativa de todos os elementos legalmente exigidos e que se considerem contextualmente relevantes. O requisito da completude é analisado numa dupla perspectiva nomeadamente a) normativa e b) contextual. A perspectiva normativa traduz a inclusão na mensagem de todos os elementos específicos exigidos por normas avulsas específicas que impõem o dever de informar e descrever o conteúdo da informação. Por sua vez, a perspectiva contextual traduz-se na inclusão de todos os elementos relevantes no contexto (momento) em que se divulga a informação. É com base num contexto específico que se pode aferir se existe no referente alguma informação cuja relevância impõe a sua divulgação, podendo ser pela sua relevância prática, económica ou qualquer outra situação cujo contexto se revele essencial. Assim, a informação só pode ser considerada completa quando inclui todos os elementos exigidos por lei e sejam contextualmente relevantes¹⁵⁵.

Olhando para as duas perspectivas avançadas pelo autor, pode dar-se o caso de se ter observado a perspectiva normativa, por exemplo, ao se observar os requisitos exigidos no artigo 308,º do Cód.VM sobre o conteúdo que deve estar presente num prospecto de oferta pública. Porém, se no momento da publicação do referido prospecto o emitente saber que a sua situação financeira¹⁵⁶ é delicada e que pode num curto espaço de tempo ser obrigado a declarar insolvência e não divulgar tal facto aos investidores, estar-se-á diante duma informação incompleta, pois o contexto exigia que tal informação, sendo relevante, devesse ser divulgada aos investidores de modo que não fossem apanhados de surpresa caso decidissem investir nos instrumentos financeiros emitidos pela entidade responsável pelo prospecto.

A veracidade da informação assume um destaque natural no seio do princípio da integridade do mercado, pois há integridade num mercado onde a informação

¹⁵⁵ GONZALEZ, Pedro Boullosa, ob. cit., p. 6.

¹⁵⁶ Imagine-se uma situação em que o emitente esteja envolvido num processo judicial em que caso saia vencido seria obrigado a pagar uma fortuna que impossibilitasse a continuação das suas actividades comerciais.

disponibilizada espelhe, com exactidão, a real situação do emitente, do intermediário financeiro, do instrumento financeiro, etc ¹⁵⁷. A veracidade pressupõe que a informação reflecta fielmente a realidade dos factos, transmitindo-as sem induzir em erro o público-alvo. Assim, deve ser tida como falsa toda a informação que não apresente uma correspondência entre o referente e a mensagem, quer se trate de falsidade material, quer de falsidade ideológica ¹⁵⁸. Consequentemente, toda a informação que apresente alguma inverdade, por mínima que ela seja, deve ser considerada falsa e contrária aos fins da qualidade de informação que se pretende.

A actualidade significa que a informação que se impõe a sua divulgação deve ser aquela que mais recentemente chegou ao conhecimento da entidade que está obrigada a divulgá-la. Neste sentido, é actual a mensagem que corresponde, com exactidão, ao momento do referente pois, aquando da sua emissão inclui todos os elementos disponíveis sobre a matéria a que se refere ¹⁵⁹. Pedro Gonzalez considera que existem duas formas de enquadrar a actualidade: Por um lado, considera que a informação actual é aquela que é divulgada em tempo útil, tendo em atenção o fim visado com a mensagem, o que impõe a sua divulgação em momento certo. Por outro lado, a actualidade significa que a mensagem deve reproduzir o referente com a descrição de todos os elementos disponíveis aquando da divulgação ¹⁶⁰.

Para Carlos Pina, o primeiro enquadramento feito por Pedro Gonzalez, referente à divulgação da informação em tempo útil, não corresponde necessariamente à actualidade. Para ele, apesar de a oportunidade estar normalmente associada à actualidade da informação, são, na verdade, realidades distintas. Assim, enquanto a oportunidade diz respeito ao momento da divulgação da informação aos seus destinatários de modo a ser usada como base na decisão de investimento, a actualidade diz respeito aos momentos da aquisição/elaboração da informação a divulgar e da

¹⁵⁷ CORDEIRO, António Barreto Menezes. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. 2ª edição actualizada, Almedina, 2018, p. 102.

¹⁵⁸ Neste sentido ver GONZALEZ, Pedro Boullosa, ob. cit., p. 5. A falsidade material resulta da não correspondência entre a informação efectivamente produzida numa determinada situação e aquela que é documentada (v.g. redação de um comunicado cujo conteúdo não reflecte a deliberação tomada, pois não reproduziu de modo adequado o teor que se pretendia divulgar). Por sua vez, a falsidade ideológica, traduz-se na não concordância completa entre a informação divulgada e a realidade dos factos.

¹⁵⁹ GONZALEZ, Pedro Boullosa, ob. cit., p. 7.

¹⁶⁰ *Ibidem*.

localização no tempo dos factos relevantes a que a informação se reporta, pretendendo-se que haja maior aproximação possível entre estes momentos (elaboração da informação) e o momento da sua utilização pelo investidor¹⁶¹. Entretanto, o princípio da oportunidade pressupõe que a informação seja atempada, tratando-se de um requisito da maior importância na medida que de nada valeria uma informação que, embora respeitando todos os outros princípios, não chegasse a tempo aos investidores de forma a poderem, com base nela, decidir responsavelmente sobre a possibilidade de investimento que lhes é oferecida¹⁶².

A clareza traduz-se na exigência da inteligibilidade da informação, ou seja, a informação deve ser perceptível para os seus destinatários. A informação clara é aquela que não suscita dúvidas ou equívocos e pode ser entendida de imediato e com facilidade pelos seus destinatários e que, para a sua compreensão, não necessite de deciframento ou utilização de códigos, abreviaturas, cálculos ou desenvolvimento de um esforço interpretativo desrazoável. Por isso, qualquer utilização de linguagem excessivamente técnica, termos imprecisos ou expressões ambíguas são susceptíveis de prejudicar grandemente a clareza da informação, porquanto aumentam a possibilidade de gerar equívocos¹⁶³, pelo que, a bem da facilidade de compreensão por parte dos destinatários, o ideal é que a informação seja transmitida da forma mais simples possível visando não criar qualquer entrave àqueles que dela necessitam para tomar as suas decisões de investimento/desinvestimento.

A objectividade consiste na capacidade de transmissão da informação de forma rigorosa, directa e concisa¹⁶⁴. Uma informação é considerada objectiva quando, respeitando critérios de natureza técnica ou científica, não recorre em aspectos de natureza eminentemente pessoal, apresentando-se como universalmente correcta¹⁶⁵. A objectividade da informação pressupõe que haja um distanciamento do agente em relação ao objecto sobre o qual informa, garantindo, desse modo, que a informação seja prestada de forma rigorosa, mas desinteressada e desprovida de quaisquer

¹⁶¹ PINA, Carlos Costa, ob. cit., p. 43.

¹⁶² Idem, p. 42-43.

¹⁶³ GONZALEZ, Pedro Boullosa, ob. cit., p. 8.

¹⁶⁴ *Ibidem*.

¹⁶⁵ PINA, Carlos Costa, ob. cit., p. 42.

considerações emotivas¹⁶⁶. Importa, todavia, referir que o requisito da objectividade não discursa o conhecimento técnico e científico na elaboração da informação, exigindo-se apenas que, no processo da sua elaboração, sejam levados em consideração os critérios de aceitação geral.

Finalmente, a licitude significa que a informação divulgada deva estar de acordo com os ditames legais. O que releva é o conteúdo da própria mensagem que deve estar de acordo com a lei. Consequentemente, toda a informação que conste duma mensagem e que configure a prática de um crime deverá ser tida como ilícita¹⁶⁷. Atenção especial deve ser dada à questão da informação publicitária no âmbito do mercado de capitais pois ela, além de observar todos os outros requisitos anteriormente descritos, deve ser sobretudo lícita.

4.1.3 Os sujeitos passivos do dever de informar

O dever de informação impende sobre um conjunto de entidades participantes no mercado de capitais. A nós importa destacar apenas os deveres que incidem sobre os emitentes e os intermediários financeiros.

a) Os emitentes

Entre os sujeitos com responsabilidade na divulgação de informação para os investidores, destacam-se os emitentes. São eles que, na intenção de obter financiamento, fazem a emissão de instrumentos financeiros que são adquiridos pelos investidores. Os emitentes correspondem às sociedades abertas cujos instrumentos financeiros são admitidos à negociação em mercado regulamentado. As obrigações de divulgação da informação, por parte dos emitentes, constam do Cód.VM e do Regulamento n.º 6/16, de 7 de Junho. A divulgação de informação é exigida, de forma permanente, aos emitentes através de relatórios periódicos. O artigo 142.º do Cód.VM impõe aos emitentes a divulgação anual do relatório de gestão, as contas anuais e demais documentos de prestação de contas 30 dias após a sua aprovação. Além da

¹⁶⁶ GONZALEZ, Pedro Boullosa, ob. cit., p. 8.

¹⁶⁷ *Ibidem*.

informação anual, o emitente está obrigado a divulgar informação semestral e trimestral nos termos dos artigos 143.º e 144.º do Cód.VM, respectivamente.

Nos termos dispostos no n.º 1 do artigo 143.º daquele diploma, o relatório, contendo a informação semestral, deve ser divulgada até dois meses após o termo do primeiro trimestre do exercício e deve apresentar as demonstrações financeiras, o relatório de gestão e outras informações relevantes. Os termos da divulgação da informação trimestral vêm previstos no artigo 13.º do Regulamento n.º 6/16. Dispõe aquele artigo que a informação sobre o exercício da actividade e os resultados da situação financeira do emitente devem ser divulgados no prazo de 30 dias contados do termo do 1.º, 2.º e 3.º trimestre de cada exercício contabilístico a que se reporte.

A elaboração e divulgação do prospecto é, sem sombra de dúvidas, uma das principais obrigações que recai sobre o emitente. Isso assim é porque sem o prospecto não é possível o emitente obter financiamento no mercado de capitais, pois a sua elaboração e divulgação, após a aprovação da entidade supervisora, é condição *sine qua non* para que o investidor tenha informação sobre o emitente. Com vista a garantir a qualidade da informação constante no prospecto, dispõe o artigo 291.º do Cód.VM que a informação, entre outros detalhes, deve espelhar a real situação patrimonial, económica e financeira do emitente.

A relevância da informação impõe que ela deva ser actualizada e rectificada. Nos termos previstos no n.º 1 do artigo 297.º do Cód.VM, se entre a data em que é aprovado o prospecto e o fim do prazo da oferta pública ou a admissão à negociação se constatar qualquer deficiência no prospecto ou se verificar a ocorrência de facto novo ou anterior cujo conhecimento veio a posterior e que sejam relevantes para permitir aos destinatários tomar uma decisão informada, o emitente deve, de forma imediata, requerer à CMC a aprovação de uma adenda ou rectificação ao prospecto.

b) Os intermediários financeiros

Os intermediários financeiros são uma peça essencial na negociação e organização dos mercados financeiros¹⁶⁸. Em regra, no mercado de capitais, o

¹⁶⁸ MORAIS, Jorge Alves; LIMA, Joana Matos. *Código dos Valores Mobiliários Anotado*. Quid Juris, 2015, p. 428.

encontro entre a oferta e a procura de instrumentos financeiros não é realizada de forma directa entre os emitentes e os investidores, mas através de intermediários financeiros que prestam, contra remuneração, o serviço de realização das transacções por sua conta¹⁶⁹. Com efeito, o comportamento dos intermediários financeiros tem um impacto directo muito significativo sobre as decisões dos investidores, pelo que representam um canal privilegiado por onde se deve encetar a protecção dos investidores¹⁷⁰.

Em Angola, os serviços e actividades de investimento em valores mobiliários e instrumentos derivados somente podem ser exercidos pelos agentes/intermediários financeiros conforme dispõe o n.º 1 do artigo 317.º do Cód.VM. A excepção à regra é aplicável ao exercício de actividade de consultoria para investimento e análise financeira que pode ser feita por consultores e analistas autónomos. Nos termos do artigo 3.º do Regulamento 1/15, de 15 de Maio, o funcionamento dos intermediários financeiros depende de autorização e registo junto da CMC.

Os intermediários financeiros encontram-se sujeitos à observância de um conjunto de princípios gerais relativos ao exercício e à organização da actividade de intermediação financeira¹⁷¹. Dispõe o artigo 330.º do Cód.VM que, na sua actuação, os intermediários financeiros devem observar o a) princípio da protecção dos legítimos interesses dos clientes; b) princípio da protecção da eficiência do mercado; c) princípio da boa-fé; d) princípio do conhecimento do cliente (KYC) e o e) princípio do sigilo profissional (lealdade e transparência). Impõe-se, dada a sua relevância, destacar os deveres de informação a que os intermediários financeiros se encontram adstritos. Dispõe o artigo 348.º do Cód.VM que o intermediário financeiro, entre outras obrigações informativas, deve prestar informação ¹⁷² sobre a) os agentes de

¹⁶⁹ LEITÃO, Luís M. T. Menezes. “Actividades de intermediação e responsabilidade dos intermediários financeiros”. In: *Direito dos Valores Mobiliários*. Vol. II- Coimbra, 2000, pp. 129, 156.

¹⁷⁰ RODRIGUES, Sofia Nascimento, ob. cit., p. 42.

¹⁷¹ ANTUNES, José Engrácia. “Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro – Alguns Aspectos”, In: *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários* n.º 56, 2017, pp. 31-52.

¹⁷² Para melhor compreensão, os deveres de informação podem ser reagrupados em dois grupos fundamentais: os deveres de informação pré-contratual e os deveres de informação contratual e pós-contratual. Os deveres de informação pré-contratual traduzem-se nas informações que o intermediário financeiro está vinculado a prestar antes da prestação de qualquer serviço de intermediação financeira a potenciais clientes. Por sua vez, a informação contratual e pós-contratual englobam os deveres

intermediação e os serviços por si prestados; b) a categoria do cliente e o direito em requerer tratamento diferente; c) os riscos especiais envolvidos nas operações a realizar; d) a existência ou inexistência dum fundo de garantia e e) o custo do serviço a prestar. Importa ainda referir, nos termos do artigo 343.º, a obrigação que sobre os intermediários financeiros impende de categorizar os investidores. A categorização e diferenciação dos investidores justifica-se pela necessidade da protecção especial que se deve dar a uma classe (investidores não institucionais), porquanto o princípio base, no mercado de capitais, é o da proporcionalidade inversa, consubstanciada na ideia segundo a qual quanto menos conhecimento tiver o investidor maior deve ser a protecção a lhe ser conferida.

4.2 Formação e informação financeira aos investidores

Dada a tecnicidade e a complexidade que o mercado de capitais encerra, impõe-se que o público, em geral, e os investidores, em particular, estejam dotados de conhecimentos específicos com ele relacionado. Porém, além da tecnicidade própria do mercado de capitais, são apontadas outras razões que depõem a favor da necessidade de se reforçar a protecção do investidor por via da sua formação. Entre as razões avançadas, consta a vulnerabilidade da maioria dos investidores não institucionais relativamente às decisões de investimento que impliquem uma adequada reflexão sobre a relação entre a rentabilidade e o risco¹⁷³. O problema da vulnerabilidade dos investidores não institucionais pode ser solucionado através da sua literacia financeira.

A literacia financeira é, segundo a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE), uma combinação de consciência, conhecimentos, habilidades, atitudes e comportamentos necessários para se tomar decisões financeiras sólidas, visando alcançar o bem-estar financeiro individual¹⁷⁴. A

informativos permanentes a que está adstrito enquanto estiver a prestar o serviço de intermediação a favor do cliente (cfr. art. 50 do Regulamento 1/15, de 15 de Maio).

¹⁷³ RODRIGUES, Sofia Nascimento, ob. cit., p. 52.

¹⁷⁴ VALANT, Jana. *Improving the financial literacy of European consumers*. European Parliamentary Research Service. 2015, p. 2.

literacia financeira permite que os investidores se protejam contra riscos, evitando que sejam vítimas de fraudes financeiras¹⁷⁵ e garantir um funcionamento regular e o desenvolvimento do mercado de capitais e da economia como um todo.

A educação financeira tem o potencial de ajudar as pessoas, no geral, e os investidores, em particular, a tomar decisões financeiras informadas e mudar os comportamentos financeiros que podem ter efeitos positivos no bem-estar das famílias¹⁷⁶. A educação financeira é fundamental para a protecção dos consumidores de serviços financeiros, pois investidores com um nível adequado de literacia financeira podem proteger-se melhor contra as más práticas futuras, denunciando, caso ocorram, os comportamentos inadequados dos intermediários financeiros às autoridades de supervisão. Assim, os investidores dotados de literacia financeira podem facilitar a actividade de supervisão, permitindo que a intervenção regulatória seja a mínima possível, reduzindo, desse modo, os encargos financeiros com a regulação, permitindo, assim, que as autoridades usem menos recursos para endurecer os regulamentos ou levar a cabo as investigações de fraudes¹⁷⁷.

Porém, apesar da sua relevância para a protecção do investidor, a educação financeira não pode substituir a regulação sobre a protecção dos consumidores de serviços financeiros, pois ambas são complementares¹⁷⁸. O desejável é que os investidores tenham o nível de conhecimento adequado sobre o mercado de capitais para que primeiramente saibam se proteger, evitando que sejam facilmente enganados. Por conseguinte, quanto mais e melhor informados e formados os investidores forem, mais capazes se tornam em participar activamente no processo de produção das leis. Outrossim, o maior envolvimento dos investidores, no mercado, está intimamente associado à sua educação e forte capacidade financeira¹⁷⁹.

¹⁷⁵ The World Bank. *Good Practices for Financial Consumer Protection*., June 2012, p. 29.

¹⁷⁶ WAGNER, Amie; WALSTAD, WILLIAM B. “The Effects of Financial Education on Short-Term and Long-Term Financial Behaviors”. *Journal of Consumer Affairs*. 2019, Vol. 53 Issue 1, pp. 234-259.

¹⁷⁷ ISTOCESCU, Alin. “THE RRISING (*sic*) NEED FOR FINANCIAL EDUCATION IN ROMANIA”. *Review of General Management*. 2019, Vol. 29 Issue 1, pp.116--124

¹⁷⁸ The World Bank, ob. cit., p. 91.

¹⁷⁹ MOLONEY, Niamh. *How to Protect Investors*. Cambridge, 2010, p. 376.

Na verdade, a informação e a educação financeira estão estreitamente ligadas. A primeira fornece os dados sobre a situação de facto, sobre os direitos reconhecidos pela ordem jurídica e ainda sobre as vias práticas de os fazer impor. A segunda, por sua vez, traduz-se numa assimilação crítica e integral de conhecimentos que confere a capacidade de escolha racionalizada e de actuação eficiente¹⁸⁰. A informação que é imposta por lei constitui-se numa medida especialmente dirigida aos investidores efectivos e a formação e a publicidade são essencialmente canalizadas para os investidores potenciais, ou seja, a população inteira. Refira-se ainda que a formação é tendencialmente prévia à informação sendo que esta última se insere no âmbito de uma relação jurídica em que o investidor tem a qualidade de parte. É importante destacar ainda que a compreensão de certos documentos, por parte dos investidores, pressupõe, em regra, que tenham algum nível adequado de literacia financeira¹⁸¹.

Entretanto, como refere Spiliotis Mousoulou citado por Sofia Rodrigues, a natureza formativa, informativa ou publicitária é mais facilmente aferida através do fundamento ou objectivo da acção. Assim, a formação funda-se na necessidade de consciencializar os investidores para o acto de investimento que pretendem levar a cabo. Por sua vez, a informação permite que os investidores avaliem o acto de investimento que tencionam praticar. Finalmente, a publicidade visa dirigir os investidores no sentido de aderir a um determinado produto ou serviço financeiro¹⁸².

Em 2014, Angola passou a desenvolver um programa de literacia financeira consubstanciada na divulgação da importância do mercado de capitais e do papel desempenhado pela CMC. Tal programa visa a inserção de conteúdos financeiros e do mercado de capitais no sistema de ensino, divulgação e popularização dos principais conceitos financeiros e do mercado de capitais¹⁸³. A promoção da literacia financeira, visando garantir a participação efectiva dos investidores no mercado de capitais consta da Estratégia de Actuação 2017-2022 da CMC¹⁸⁴. Não obstante tal facto, a verdade é que a CMC tem sido pouco incisiva nesse sentido, pois é um facto que de lá para cá a situação não sofreu grandes alterações e isso justifica, em parte, a falta de

¹⁸⁰ ALMEIDA, Carlos Ferreira de - *Os Direitos dos Consumidores*, Almedina, Coimbra, 1982, p. 187.

¹⁸¹ RODRIGUES, Sofia Nascimento, ob. cit., p. 53-54.

¹⁸²¹⁸² Idem, p. 54.

¹⁸³ MANUEL, Leonildo João Lourenço, ob. cit., p. 54.

¹⁸⁴ Cfr., pp. 32-35.

desenvolvimento actual do mercado de capitais angolano, porquanto a população ainda não conhece tal mercado e esse facto faz com que não o tenham como alternativa para nele aplicarem as suas poupanças, recorrendo quase sempre ao mercado bancário.

Apesar do esforço que a CMC tem exercido no sentido de se dar a conhecer e dar a conhecer o mercado de capitais, a verdade é que esse mercado continua a ser o parente pobre do sistema financeiro angolano se comparado com o mercado bancário e o mercado de seguros. Por isso, entendemos que a CMC devia ser mais incisiva na concretização do programa de literacia financeira, particularizando, especialmente, o mercado por si supervisionado. Nesta perspectiva, como solução para se elevar o nível de literacia financeira da população, o que certamente terá reflexos no desenvolvimento do mercado, somos de opinião de que, além da inclusão de conteúdos sobre educação financeiro no sistema de ensino que, de resto, já consta do programa gizado pela CMC¹⁸⁵, se criem programas radiofónicos e televisivos que sejam divulgados em horário nobre, nos quais sejam abordadas temáticas sobre o sistema financeiro, em geral, e sobre o mercado de capitais, em especial¹⁸⁶. Tais programas, certamente, terão maior impacto do que as publicidades que esporadicamente passavam em alguns meios de comunicação social e que pouco serviram para o desenvolvimento do mercado que se pretende.

Importa também que todas as entidades de supervisão do mercado financeiro angolano unam esforços¹⁸⁷ no sentido de contribuir a favor da elevação da literacia financeira e na consequente formalização da economia angolana, pois, apesar de não termos conhecimento sobre os dados estatísticos relativo ao nível da literacia financeira da população angolana, ele é muito baixo, conclusão a que facilmente se consegue chegar a julgar pelo elevado grau de informalidade que caracteriza a

¹⁸⁵ MANUEL, Leonildo João Lourenço; última ob. cit., p. 54. Porém, contrariamente à visão defendida pela CMC, pensamos que o programa não deve incidir apenas sobre os estudantes do IIº ciclo do ensino secundário que cursem ciências económicas-jurídicas, mas deve abranger os estudantes do Iº ciclo do ensino secundário de modo a que ninguém termine o ciclo de estudos sem nunca ter tido uma aula sobre educação financeira. Este é o risco que se corre com a pretensão da CMC em reformar unicamente alguns conteúdos duma das disciplinas ensinadas no IIº ciclo (Ciências Económicas e Jurídicas).

¹⁸⁶ O formato para a divulgação do mercado de capitais pode assemelhar-se do programa da Autoridade Geral Tributária (AGT) designado “Consultório tributário” que é emitido todas as semanas numa das rádios do país. Este programa tem servido para a formação e elevação da consciência fiscal dos cidadãos angolanos.

¹⁸⁷ Tal desiderato consta da Estratégia de Actuação 2017-2022. É intenção da CMC coordenar com o BNA e a ARSEG visando a definição do Programa Nacional de Educação Financeira (Cfr. p. 45-48).

economia angolana. Portanto, não tendo a população conhecimentos financeiros sólidos e cultura de poupança, não é possível interessar-se e investir no mercado de capitais. Por outro lado, a formação dos potenciais investidores é o melhor meio para torná-los em investidores efectivos do mercado de capitais, o que só acontecerá quando se sentirem confiantes e protegidos.

Secção II: Medidas específicas de protecção

4.3 Acção popular

A acção popular, enquanto meio de defesa de interesses colectivos, tem dignidade constitucional e vem previsto no artigo 74.º da CRA. Ela constitui-se no direito que os cidadãos têm de recorrer aos órgãos judiciais para impugnar qualquer acto lesivo ao interesse comum, como seja a saúde pública, o meio ambiente e a qualidade de vida, a defesa do consumidor e outros interesses colectivos que se considerem relevantes. O artigo 14.º do Cód.VM, com a epígrafe “acção popular”, vem concretizar aquele preceito constitucional no âmbito do mercado de capitais e constitui um mecanismo de protecção dos investidores.

A acção popular tem como pano de fundo a defesa e a representação dos interesses colectivos ou difusos dos consumidores/investidores. Ela resulta do designado movimento de acesso à justiça (*access-to-justice movement*) que visa facilitar o acesso afectivo ao direito e à justiça que constitui, de resto, um direito fundamental com consagração constitucional no artigo 29.º da CRA. O direito à acção popular surge em resposta a situações que podem impedir que um número elevado de pessoas lesadas nos seus direitos não consiga, individualmente, fazer valer os seus interesses, intentando, pessoalmente, uma acção judicial, por considerar que os custos que resultam do processo são superiores às eventuais vantagens que dele possam vir a beneficiar. Tal facto pode redundar no desrespeito à lei e num encorajamento à continuação da sua violação, atendendo a sua impunidade prática. Essa situação eleva o sentimento geral de frustração que levou aquele movimento a reclamar por um modelo social ou colectivo de acesso à justiça, pelo menos em complemento do modelo clássico (designado individualista), visando à defesa de interesses gerais ou de

grupos¹⁸⁸. A acção popular apresenta-se assim como a solução para se evitar que a lei se traduza em letra morta nas situações onde os lesados vêem-se impotentes para proteger os seus interesses por causa dos elevados custos.

A solução baseada na representação pelo autor da acção popular apresenta uma dupla vantagem, permitindo evitar que inúmeras acções sejam propostas por cada um dos sujeitos afectados pela violação do interesse e a presença numa única acção de todos os interessados¹⁸⁹. Entretanto, uma vez assumida a necessidade de tutela do interesse colectivo dos investidores, levanta-se a questão dos meios técnicos idóneos no plano processual para a efectiva concretização dessa tutela. Noutros termos, pretende-se saber a quem deve ser atribuída legitimidade activa para a tutela do interesse colectivo ou difuso, porque, segundo a tradição jurídica, uma pessoa física ou colectiva só pode fazer valer, em juízo, um interesse pessoal e directo, mas não já o interesse de outrem. A solução a essa questão tem assumido múltiplas formas passando desde confiar tal tutela ao Ministério Público, enquanto defensor do interesse geral da sociedade, ou a uma entidade especializada nos problemas de mercado e de consumo — os casos do *Director General of Fair Trading* (actual *Competition and Markets Authority*-CMA) no Reino Unido e do *Ombudsman* dos consumidores na Dinamarca e na Suécia até a atribuição daquela legitimidade às Associações de consumidores/investidores (v.g. lei portuguesa), admitindo-se ainda a possibilidade de um ou alguns consumidores individuais lesados agirem em juízo no interesse próprio ou no interesse colectivo de todos os consumidores que se encontrem na mesma situação¹⁹⁰. É nestes últimos casos que se enquadra o n.º 1 do artigo 14.º do Cód.VM, legitimando que a acção popular possa ser intentada por qualquer investidor de forma individual ou por uma associação.

No entanto, apesar do artigo 14.º não dizer expressamente como o faz o artigo 31.º do Cód.VM português, a acção popular não visa apenas proteger interesses colectivos, mas também serve para a defesa de interesses individuais desde que sejam homogéneos, ou seja, aqueles que apresentam a mesma característica, permitindo assim que possam ser conjuntamente defendidos¹⁹¹. Julgamos que a situação de

¹⁸⁸ SILVA, João Calvão da. *A Responsabilidade Civil do Produtor*. Almedina, 1999, pp. 43, 47.

¹⁸⁹ RODRIGUES, Sofia Nascimento, ob. cit., p. 59-60.

¹⁹⁰ SILVA, João Calvão da, ob. cit., pp. 47-49.

¹⁹¹ Nesse sentido cfr. ASCENSÃO – Oliveira. “A Acção Popular e a Protecção do Investidor. In. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*. Vol. 11 (2001), n.º 1, p. 3.

impossibilidade de identificação dos titulares do interesse que se visou proteger, a que se refere a parte final do n.º 2 do artigo 14.º do Cód.VM, pode ocorrer numa situação de defesa de interesses colectivos ou homogêneos. Porém, tal facto parece incidir sobretudo nos interesses colectivos onde a possibilidade de identificação de todos e cada um dos investidores que se visa defender com a propositura da acção colectiva é mais remota.

Leonildo Manuel considera que a acção popular prevista no Cód.VM angolano não constitui um meio de protecção do investidor por ter, por finalidade, a tutela do património público e do interesse colectivo, ao invés de prever a tutela do património ou do interesse individual do investidor¹⁹². Não é essa a nossa posição, pois a razão de ser daquele instituto resulta da defesa dos interesses individuais e colectivos conjugados, daí que, com a acção popular em sede do direito de mercado de capitais, pretende-se proteger o património individual do investidor que individualmente decide fazer recurso à acção popular, visando salvaguardar os interesses homogêneos e colectivos. Em regra, só recorrerá à acção popular o investidor que, sentindo o seu interesse lesado ou em perigo de lesão, considere que existem, simultaneamente, interesses homogêneos de outros investidores na mesma situação, desejando, assim, proteger o seu património pessoal e de outros, aproveitando as vantagens que resultam da acção popular.

4.4 Associação de defesa de investidores

A constituição de associações de defesa de investidores é de suma importância sobretudo para a protecção dos investidores não institucionais detentores de pequenos lotes de instrumentos financeiros que encontram escassos incentivos para tutelar os seus interesses atendendo os elevados custos que requerem as demandas judiciais¹⁹³.

O Cód.VM português prevê, no artigo 32.º, o direito de os investidores constituírem associações sem fins lucrativos para a defesa dos seus interesses, devendo reunir os requisitos seguintes:

¹⁹² ¹⁹² MANUEL, Leonildo João Lourenço, ob. cit., pp. 56-57.

¹⁹³ CÂMARA, Paulo, ob. cit., p. 239.

- a) Ter como principal objectivo estatutário à protecção dos interesses dos investidores em instrumentos financeiros;
- b) Conter, entre os seus associados, pelo menos 100 pessoas singulares que não sejam investidores profissionais.

Contrariamente à legislação mobiliária portuguesa, não existe, no Cód.VM angolano, qualquer referência expressa sobre a associação de defesa dos investidores, enquanto mecanismo que visa acautelar os seus interesses no mercado de capitais. No entanto, a sua admissibilidade resulta da parte inicial do n.º 1 do artigo 14.º do Cód.VM que faz alusão à “associação de interesses específicos”. Pretendeu tal preceito, com aquela referência, transmitir a ideia de que se podem constituir associações de defesa dos investidores, legitimando-os, por isso, a fazer recurso à acção popular, a fim de salvaguardar os interesses dos seus associados¹⁹⁴. A constituição de associações é, segundo o artigo 48.º da CRA, uma liberdade fundamental, podendo livremente prosseguir os seus fins, contanto que não sejam contrários à lei ou à moral pública. Assim, os investidores são livres de constituir associações para melhor ver os seus interesses protegidos. A lei n.º 6/2012, de 18 de Janeiro, estabelece o regime jurídico das associações e que, de acordo com o artigo 1.º da referida lei, são pessoas colectivas sem fim lucrativo. Relativamente ao número de pessoas para se constituir uma associação, o mínimo que a lei impõe é que sejam duas pessoas singulares ou colectivas. Para a realidade angolana é importante que sejam constituídas associações de investidores sobretudo não institucionais que contribuiriam para a divulgação do mercado de capitais nacional e, em colaboração com a entidade supervisora, gisassem programas de educação financeira aos seus associados e aos potenciais investidores.

4.5 Mediação de conflitos

¹⁹⁴ O artigo 12º do Decreto Legislativo Presidencial nº 5/19, de 2 de Maio faz à única referência expressa a “associação de defesa de investidores” a quem é atribuída a faculdade de indicar uma pessoa das três previstas para comporem a estrutura responsável pelas decisões sobre o pagamento de indemnizações pelo Fundo de Garantia.

A mediação tem sido apontada como um dos mecanismos específicos de protecção dos investidores. A mediação é um método de resolução de litígios¹⁹⁵ em que existe uma terceira pessoa neutra que auxilia as partes desavindas a se comunicarem e levá-los a um acordo que seja o mais favorável possível para ambas. A mediação assenta na ideia segundo a qual são as partes em litígio que possuem a solução do problema, sendo através delas enquanto donas do litígio que se encontrará a solução mais adequada e justa¹⁹⁶. Entre as principais características da mediação, está o facto de as partes em litígio terem o domínio ou controlo completo de todo o processo de mediação a que se designa *empowerment*, o que permite distinguir a mediação do processo judicial tradicional em que a resolução do litígio se encontra, em geral, nas mãos dos advogados e que os procedimentos e a linguagem técnica e os fundamentos usados são desconhecidos pelas partes, afastando-as da discussão, pois não lhes é dada a oportunidade para falar pessoalmente ainda que assim desejarem¹⁹⁷.

O Cód.VM português prevê a mediação voluntária no artigo 33.º cuja responsabilização pela organização desse serviço é atribuída à CMVM. No entanto, o recurso à mediação é à luz da legislação mobiliária portuguesa exclusiva aos investidores não profissionais.

Não está prevista, na legislação mobiliário angolana, a mediação enquanto meio de defesa dos investidores. Todavia, existe, no ordenamento jurídico nacional, a lei n.º 12/16, de 12 de Agosto, que estabelece o regime jurídico da mediação de conflitos e conciliação cujo âmbito de aplicação prevista no artigo 3.º constam entre outras as matérias de natureza comercial. Assim, pode concluir-se que qualquer litígio que resulte duma relação comercial mobiliária em Angola pode ser dirimido através da mediação enquanto meio de resolução extrajudicial de conflitos, o que equivale dizer que os investidores podem recorrer à mediação para verem salvaguardados os seus interesses independentemente de ser investidor institucional ou não institucional.

¹⁹⁵ A mediação é a par da conciliação e da arbitragem um modelo de resolução não judicial de conflito (*Alternative Dispute Resolution-ADR*). Tais meios alternativos de composição de litígios caracterizados pela informalidade e celeridade visam desafogar os tribunais estaduais que apresentam um formalismo excessivo.

¹⁹⁶ GOUVEIA, Mariana França. *Curso de Resolução Alternativa de Litígios*. Almedina. 2ª edição, 2012, p. 42.

¹⁹⁷ BROWN, Henry; MARRIOTT, Arthur. *ADR Principles and Practice*. 2ª edição, 1999, p.130.

No processo de mediação de conflitos, devem ser observados vários princípios nomeadamente o princípio da voluntariedade (art.º 6.º), o princípio da igualdade e imparcialidade (art.º 7.º), o princípio da legalidade (art.º 8.º), o princípio da confidencialidade (art.º 9.º), o princípio da independência (art.º 10.º), o princípio da competência e da responsabilidade (art.º 11.º), o princípio da executoriedade (art.º 12.º) e o princípio da boa fé, informalidade, celeridade, oralidade (art.º 13.º). Em Angola, o serviço de mediação pode ser levado a cabo por instituições públicas (*v.g.* Centro de Resolução Extrajudicial de Litígios - CREL) ou privadas legalmente autorizadas, sendo que o processo de mediação requer um encargo financeiro para as partes envolvidas cuja responsabilidade é solidária (art.º 20.º). Achamos que os processos de mediação de natureza comercial mobiliária devem ser gratuitos para os investidores não institucionais, porquanto estes são, em regra, titulares de lotes ínfimos de instrumentos financeiros, o que se traduz no diminuto eventual rendimento que possam ter como retorno das suas aplicações. A este argumento acresce-se o facto de muitas vezes o recurso à mediação poderá vir a ser feito numa situação em que o investidor acaba de ser enganado, não possuindo, naquele momento específico, qualquer condição financeira para custear as despesas com a mediação.

4.6 Fundos de garantia

O fundo de garantia previsto no artigo 15.º do Cód.VM é o único meio específico de defesa do investidor previsto na legislação mobiliária angolana, pois a sua constituição é apenas obrigatória para ressarcir os investidores não institucionais. O fundo de garantia equipara-se a um seguro que é accionado quando o risco objecto do seguro se concretiza, garantindo a cobertura dos montantes devidos ao investidor por parte dos intermediários financeiros que não se encontrem com capacidade financeira para restituir os montantes a si confiados pelos investidores.

O regime jurídico dos fundos de garantia consta do Decreto Legislativo Presidencial n.º 5/19, de 2 de Maio. O fundo de garantia destina-se a ressarcir os investidores não institucionais pelos danos sofridos causados pela actuação de qualquer agente de intermediação membro do mercado (art.º 2). Quanto a constituição, o fundo de garantia pode ser de constituição obrigatória ou voluntária (art.º 8.º). O fundo de

constituição obrigatória visa a protecção exclusiva dos investidores não institucionais. A obrigatoriedade da constituição do fundo de garantia justifica-se pelo facto de os investidores não institucionais serem mais vulneráveis e mais propensos a ser defraudados atendendo à sua falta de conhecimento e experiência. Por sua vez, a adesão ao fundo de garantia pode ser facultativa ou obrigatória. O fundo de adesão obrigatória ocorre quando a adesão e contribuição, por parte dos participantes, estejam prevista na lei, em regulamento da CMC ou por decisão da entidade gestora.

O fundo de garantia deve ter património suficiente que lhe permita cumprir com as obrigações e responsabilidades assumidas no regulamento de gestão (art.º 6.º). Porém, a necessidade de adequação do património a que o fundo deve estar dotado para cumprir com as suas obrigações não deve constituir um encargo excessivamente oneroso para os participantes. Pretende-se, com isso, evitar que o accionamento do fundo venha aumentar as dificuldades financeiras dos participantes que contribuem para o fundo de garantia (art.º 7.º).

Contrariamente ao que acontece no direito europeu e português em que o Sistema de Indemnização dos Investidores (SII), aprovado pelo Decreto-Lei n.º 222/97, de 22 de Junho que transpõe a Directiva 97/9/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 3 de Março de 1997, estabelece um limite máximo do montante indemnizatório¹⁹⁸, não existe, no Decreto Legislativo Presidencial n.º 5/19, nenhuma referência acerca do montante que um fundo de garantia constituído deve atribuir a um investidor não institucional lesado. Pensamos ser importante a definição de critérios a se ter em conta na determinação do montante indemnizatório bem como a definição de um tecto mínimo e máximo do valor a ser atribuído em caso de accionamento do fundo de garantia por parte dos investidores.

¹⁹⁸ A Directiva 97/9/CE define um valor mínimo de cobertura de 20.000,00 euros para cada investidor (cfr. artº 4º, nº 1) e o Decreto-Lei nº 222/97 fixa um limite máximo de até 25.000,00 euros por investidor (cfr. artº 10, nº 1). Apesar dos diplomas não o dizerem expressamente cremos que os limites neles descritos referem-se ao valor por cada reclamação ou pedido indemnizatório e não um limite por cada ano civil. Contrariamente, o fundo de garantia constituído pela Euronext Lisbon e pela Interbolsa através do Regulamento 1/2001 define um montante máximo de 50.000,00 euros por cada reclamação e o valor máximo de 125.000,00 euros por todas a reclamações apresentadas por um investidor por cada ano civil (cfr. artº 8º). A definição do valor máximo é superior ao limite máximo fixado pelo SII uma vez que o fundo constituído pela Euronext se destina essencialmente para indemnizar os investidores institucionais cujas transacções envolvem elevados valores de capitais.

Nas relações com os investidores, o fundo de garantia deve tratar de modo igual os investidores, não devendo discriminar nem excluir da cobertura do fundo de garantia determinada categoria de investidores nem fazer depender essa cobertura da verificação de requisitos que não sejam objectivamente justificáveis. Entretanto, impõe-se que os critérios para o accionamento do fundo de garantia e outros procedimentos para se apresentar uma reclamação sejam simples, claros e transparentes (art.º 8.º). As decisões dos órgãos do fundo de garantia devem ser tomadas de forma isenta e independente, devendo observar a lei e o regulamento de gestão (art.º 9.º). O património do fundo de garantia deve ser separado do património pertencente à entidade gestora e aos participantes, incluindo numa situação de falência destas entidades (art.º 10.º). A gestão do fundo de garantia pode ser exercida pela própria entidade gestora, devendo, nesse caso, constituir-se patrimónios autónomos, ou por uma sociedade que exerça essa gestão a título exclusivo e cujos sócios sejam exclusivamente as entidades gestoras (art.º 11.º). A constituição do fundo de garantia depende da aprovação do respectivo projecto de regulamento pela CMC que, por sua vez, supervisiona a sociedade gestora do fundo de garantia (art.º 11.º e 12.º).

CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

Após o percurso feito até aqui, resta-nos, à guisa de conclusão, referir que:

- I. O investidor é uma figura central no mercado de capitais. Sem este não é possível as empresas obterem financiamento neste segmento do mercado financeiro;
- II. As decisões de investimento, por parte do investidor, ficam condicionadas pelo nível de segurança jurídica e económica que cada investimento propicia. Essa segurança deve ser garantida pelo Estado através da actividade de supervisão, a fim de garantir ao investidor condições de segurança adequada, permitindo-lhe avaliar os riscos resultantes da sua intervenção no mercado de capitais;
- III. O desenvolvimento e funcionamento regular do mercado de capitais depende da definição de regras que visam proteger os investidores. A protecção dos investidores é fundamental para que estes ganhem confiança no mercado e assim decidam nele investir as suas poupanças;
- IV. A acção supervisora exercida pela CMC é essencial para a promoção do mercado de capitais nacional. Esse desiderato será melhor alcançado através duma entidade reguladora independente de modo a estar de acordo com as regras internacionais do mercado de capitais definidas pela IOSCO, visando a credibilização do mercado de capitais nacional e assim atrair investidores internos e externos que queiram investir nele, pois o mau funcionamento do mercado de capitais devido à fuga dos investidores tem repercussões negativas para todo o sistema financeiro em geral;
- V. A educação financeira é fundamental para a protecção dos consumidores de serviços financeiros, visto que apenas investidores com um nível adequado de literacia financeira podem proteger-se melhor contra as más práticas futuras, denunciando os comportamentos inadequados às autoridades de supervisão. Assim, o maior envolvimento e participação dos investidores no mercado está intimamente associada à sua educação e forte capacidade financeira.

Para o desenvolvimento que se pretende do mercado de capitais em Angola, recomendamos:

- I. Que as entidades responsáveis pela supervisão do mercado financeiro angolano unam esforços para a elevação da literacia financeira da população e na consequente formalização da economia angolana, permitindo assim que a população tenha conhecimentos financeiros sólidos e cultura de poupança;
- II. Que a CMC seja mais incisiva na promoção e divulgação do mercado de capitais, através da elaboração sequencial de programas radiofónicos e televisivos emitidos nos *media* do país e que passem em horário nobre.
- III. Que se introduzam as matérias sobre educação financeira em todas as áreas do Segundo Ciclo do Ensino Secundário e até mesmo do ensino universitário, de modo a incutir a cultura financeira, de poupança e empreendedora na classe estudantil ;
- IV. Que se concretize a previsão constitucional das entidades administrativas independentes, a fim de tornar a CMC numa entidade independente e adequá-la às recomendações do organismo internacional do sector, contribuindo assim para a credibilização do mercado nacional e para a atracção de potenciais investidores externos;
- V. Que se defina um mecanismo legal que impeça as grandes empresas de satisfazer 100% das suas necessidades de financiamento através do crédito bancário, impondo que um determinado percentual dessa necessidade seja necessariamente obtido através do mercado de capitais, o que contribuirá para o desenvolvimento do mercado, na medida que estas empresas terão as suas acções cotadas em bolsa.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGRAWAL, Karunesh Kumar. *Regulation of Capital Market and Investor Protection in India*. 1st edition, Rochak Publishing, 2010.
- AMARAL, Diogo Freitas do. *Curso de Direito Administrativo*. 4.^a edição, Almedina, Vol. I, 2015.
- ALMEIDA, Carlos Ferreira de. *Os Direitos dos Consumidores*. Almedina, 1982.
- ANTUNES, José A. Engrácia. *Os Instrumentos Financeiros*. 3.^a edição, Almedina, 2017.
- ANTUNES, José Engrácia. “Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro – Alguns Aspectos”. In: *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários* n.º 56, 2017.
- ASCENSÃO, Oliveira. “A Acção Popular e a Protecção do Investidor”. In: *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Vol. 11 n.º 1, 2001.
- AZEVEDO, Maria Eduarda - *Direito da Regulação da Economia*. Quid Juris, 2017.
- BAILEY, R. E. *The Economics of Financial Markets*. Cambridge University Press, 2005.
- BAUMS, Theodor. *Changing Patterns of Corporate Disclosure in Continental Europe: the Example of Germany*. Working paper n.º 04/2002. (Consultado em 9/Outubro/2019). Disponível na Internet: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=345020>.
- BROWN, Henry; MARRIOTT, Arthur. *ADR Principles and Practice*. 2nd edition, 1999.
- CÂMARA, Paulo. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. Almedina. 3.^a edição, 2016.
- CARDOSO, José Lucas. *Autoridades Administrativas Independentes e Constituição*. Coimbra Editora, 2002.
- CARVALHO, Jorge Morais. *Manual de Direito do Consumo*. Almedina, 7.^a edição, 2020.
- CASTRO, Carlos Osório de. “A informação no Direito do Mercado de Valores Mobiliários”. In: *Direito dos Valores Mobiliários*. Lex, Lisboa, 1997.

- CAUPERS, João; EIRÓ, Vera. *Introdução ao Direito Administrativo*. 12.^a edição, Âncora Editora, 2016.
- CONFRARIA, João. *Regulação e Concorrência. Desafios do século XXI*. 2.^a Edição Universidade Católica Editora, 2011.
- CORDEIRO, António Menezes. *Manual de Direito Bancário*. 3.^a edição, Almedina, 2006.
- CORDEIRO, A. Barreto Menezes. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. 2.^a edição actualizada, Almedina, 2019.
- Comissão de Mercados de Capitais. *Estratégia de Actuação, 2017-2022*. (Consultado em 27/Fevereiro/2020. Disponível na Internet: <
<https://www.cmc.gv.ao/sites/main/pt/Paginas/Home.aspx>>.
- CMVM. *Reforma do Modelo de Supervisão Financeira*. Comentários da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários ao Relatório sobre a Reforma do Modelo de Supervisão Financeira, elaborado pelo Grupo de Trabalho nomeado pelo Despacho n.º 1041-B/2017). CMVM | Dezembro 2017. (Consultado 11/Outubro/2019). Disponível na Internet: <
<https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Comunicados/Documents/Comentarios%20da%20CMVM%20ao%20Relatorio%20sobre%20a%20Reforma%20do%20Modelo%20de%20Supervisao%20Financeira.pdf>>.
- DIAS, António Silva. *Financiamento de sociedades por emissão de obrigações*. Quid Iuris, 2002.
- EFING, António Carlos. *Fundamentos do Direito Brasileiro das Relações de Consumo*. 3.^a edição, 2012.
- ENE, Corine. “Current issues regarding the protection of retail investors on the capital Market within the European Union”. *USV Annals of Economics and Public Administration*, Vol. 17, Iss 1(25), pp. 35-44 (2017). (consultado em 20/Setembro/2019, disponível na Internet: <
<https://doaj.org/article/d48e68b907f24770b701aed0f3c55fbe>>.

- FABOZZI, Frank J.; MODIGLIANI, Franco - *Capital Market and Instruments*. 4th edition, Pearson Education Upper Saddle River, 2009.
- FABOZZI, Frank J. *et al.*, - *Foundations of Financial Market and Institutions*., Prentice-Hall, 1994.
- FEIJÓ, Carlos; PACA, Cremildo. *Direito Administrativo*. Mayamba editora, 2013.
- FERNANDES, Abel L. Costa - *Mercados, Produtos e Valometria e Activos Financeiros*. 3.^a edição, Almedina, 2018.
- FIGUEIREDO, André. A informação difundida no mercado de valores mobiliários e os poderes da CMVM: uma «Nova dimensão do Direito Administrativo?» in: *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários* . Vol. 24, n.º 1. (2006).
- GILARDI, Fabrizio; MAGGETTI, Martino. *The independence of regulatory authorities*. November 29, 2010. (Consultado em 26/Out/2019. Disponível na Internet: <https://www.fabriziogilardi.org/resources/papers/gilardi_maggetti_handbook.pdf>).
- GONÇALVES, Pedro Costa; MARTINS, Licínio Lopes. *Nótulas sobre o novo regime das entidades independentes de regulação da atividade económica*. In *Estudos de Regulação Pública*. II, 1.^a edição, Coimbra Editora, 2015.
- GONÇALVES, Ricardo Miguel Pereira. “A captura regulatória. Uma abordagem introdutória”. *Centro de Estudo de Direito Público e Regulação (CEDIPRE-FDUC) ONLINE*, 25 de Setembro de 2014, p. 18. (Consultado em 15/Outubro/2019). Disponível na internet: <https://www.fd.uc.pt/cedipre/wp-content/uploads/pdfs/co/public_25.pdf>.
- GONZALEZ, Pedro Boullosa – “Qualidade da Informação”. In: *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 2014.
- GOUVEIA, Mariana França – *Curso de Resolução Alternativa de Litígios*. Almedina, 2.^a edição, 2012.

- GUERRA, José A.M. “As autoridades administrativas independentes na ordem económica da Constituição angolana de 2010”. In: *Juris, Revista da FDUCAN*. Estudos em homenagem ao Professor Adérito Correia, Vol. I. Universidade Católica Editora 2016, pp. 207-241.
- Guilherme Waldemar d’Oliveira; RODRIGUES, Nuno Cunha. “Sobre o Financiamento das Entidades Reguladoras do Sistema Financeiro em Portugal”. In: *Estudos sobre Regulação e Crises dos Mercados Financeiros*. Rio de Janeiro, 2011.
- HAAN, Jakob de *et al.* *Financial Markets and Institutions. A European Perspective*. 3rd edition, Cambridge University Press, 2015.
- HALIASSOS, Michael - *Financial Innovation: Too Much or Too Little?* 2013, Cambridge, eBook. (Consultado em 12/Out/2019. Disponível na internet: <<http://eds.a.ebscohost.com/eds/ebookviewer/ebook/bmxlYmtfXzUxNjQyOV9fQU41?sid=0fd79a2a-87ac-4fce-b76a-2bcbebea050f@sessionmgr4008&vid=3&format=EB&rid=1>>.
- HARMOUR, John *et al.*, - *Principles of financial regulation*. 1st edition, Oxford, 2016.
- HOBBS, Thomas. *Leviathan*. Penguin Classics, 1985.
- HOBBS, Thomas. *Leviatã* (Trad. João P. Monteiro; Maria B. N. da Silva), Imprensa Nacional-Casa da Moeda, 1995.
- ISTOCESCU, Alin. “THE RISING (*sic*) NEED FOR FINANCIAL EDUCATION IN ROMANIA”. *Review of General Management*. Vol. 29 Issue 1, 2019, pp. 116-124. (Consultado em 14/Novembro/2019. Disponível na internet: <<http://widgets.ebscohost.com/prod/customerspecific/ns000558/fakeproxy/index.php?url=http%3a%2f%2fsearch.ebscohost.com%2flogin.aspx%3fdirect%3dtrue%26db%3dbth%26AN%3d137449772%26lang%3dpt-pt%26site%3dedlive%26scope%3dsite>>.

- LANNOO, Karel. Supervising the European Financial System., *Centre for European Policy Studies* (CEPS),2002. (Consultado em 25/Outubro/2019). Disponível na internet: < <https://www.europarl.europa.eu/hearings/20020710/lannoo.pdf>>.
- LEÃO, Emanuel Reis *et al.*, - *Política Monetária e Mercados Financeiros*. 3ª edição, Sílabos, 2019.
- LEITÃO, Luís M. T. Menezes. “Actvidades de intermediação e responsabilidade dos intermediários financeiros”. In: *Direito dos Valores Mobiliários*. Vol. II- Coimbra, 2000.
- LERNER, Josh; TUFANO, Peter. The consequences of financial innovation: A counterfactual research agenda. *Annual Review of Financial Economics*. 2011. (Consultado em 10 de Out.2019, disponível na internet: < https://www.researchgate.net/publication/228291432_The_Consequences_of_Financial_Innovation_A_Counterfactual_Research_Agenda>.
- LITAN, Robert E. *In Defense of Much, But Not All, Financial Innovation*. (Working Paper), Wednesday, February 17, 2010. (Consultado em 12/Out/2019). Disponível na internet: <<https://www.brookings.edu/research/in-defense-of-much-but-not-all-financial-innovation/>>.
- MALAQUIAS, Pedro Ferreira *et al.*, Modelos de regulação (ou supervisão) do sector financeiro. *Actualidad Juridica* (1578-956X). 2009, Issue 22, pp. 41-53. (Consultado em 8 de Outubro 2019, disponível na internet: < <http://widgets.ebscohost.com/prod/customerspecific/ns000558/fakeproxy/index.php?url=http%3a%2f%2fsearch.ebscohost.com%2flogin.aspx%3fdirect%3dtrue%26db%3da9h%26AN%3d96813309%26lang%3dpt-pt%26site%3dedslive%26scope%3dsite>>.
- MANUEL, Leonildo João Lourenço. *Mecanismos de Protecção do Investidor no Mercado de Valores Mobiliários*. Casa das Ideias, 2018.
- MANUEL, Leonildo João Lourenço. *A responsabilidade do emitente pelo conteúdo do prospecto*. WA Editora, 2018.

- MARCACCI, Antonio. “Capital Market Supervision and Investor Protection: Romania in the European Context”. *Romanian Journal of European Affairs*. Vol. 13, Iss 4, 2013, pp. 35-49 . (Consultado em 11. Julho de 2019 disponível na Internet: [http://eds.a.ebscohost.com/eds/detail/detail?vid=2&sid=b70814f6-1196-453d-915d\)8fca3c8e43d7%40sessionmgr4008&bdata=Jmxhbm9cHQtHmc2l0ZT1lZHMtbGl2ZSZzY29wZT1zaXRl#AN=edsdoj.094609cecf40a6879f8d28b000ee79&db=edsdoj](http://eds.a.ebscohost.com/eds/detail/detail?vid=2&sid=b70814f6-1196-453d-915d)8fca3c8e43d7%40sessionmgr4008&bdata=Jmxhbm9cHQtHmc2l0ZT1lZHMtbGl2ZSZzY29wZT1zaXRl#AN=edsdoj.094609cecf40a6879f8d28b000ee79&db=edsdoj)>.
- MARQUES, Maria M. L.; MOREIRA, Vital. *A mão invisível. Mercado e Regulação*. Almedina, 2003.
- MATOS, Fernando Braga de. *A Bolsa para Iniciados*. 7ª edição, Editorial Proença, 2019.
- MENEZES, Cordeiro. *Da transmissão em bolsa de ações depositadas*, separada da revista “O Direito”, ano 121), 1989 I.
- MILLER, Merton H. “Financial Innovation: The Last Twenty Years and the Next”. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 21, No. 4 (Dec., 1986), pp. 459-471. (Consultado em 12 de Outubro de 2019. disponível na internet: <https://www.jstor.org/stable/pdf/2330693.pdf?refreqid=excelsior%3Aed7d55cc68319c6e36fa456ca1187a8e> >).
- MISHKIN, S. Frederic *et al.* *The Economics of Money, Banking & Financial Markets*. European Edition, Pearson, 2013.
- MOLONEY, Niamh. *How to Protect Investors*. Cambridge, 2010.
- MOLONEY, Niamh. *EU Securities and Financial Markets Regulation*. Third edition, Oxford, 2014.
- MORAIS, Carlos Blanco. “As autoridades administrativas independentes na ordem jurídica portuguesa”. In: *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 61, Vol. I- Jan. 2001, pp. 101-154. (Disponível em

<<https://portal.oa.pt/comunicacao/publicacoes/revista/ano-2001/ano-61-vol-i-jan-2001/doutrina/>>).

MORAIS, Jorge Alves; LIMA, Joana Matos. *Código dos Valores Mobiliários Anotado*. 2015, Quid Juris.

MORAN, Michael. “Theories of Regulation and Changes in Regulation: the Case of Financial Markets”. *Political Studies*. Jun. 86, Vol. 34 Issue 2, p.185-201. 17p. (Consultado em 8/Outubro/2019). Disponível na internet: <<http://eds.a.ebscohost.com/eds/pdfviewer/pdfviewer?vid=24&sid=24f63829-9228-4c32-b38f-a8cc6cc539a2%40sdc-v-sessmgr03>>).

MOREIRA, Vital; MAÇÃS. Fernanda. *Autoridades Reguladoras Independentes. Estudo e Projecto de Lei-Quadro*. Coimbra, 2003.

MOREIRA, Vital. *Auto-Regulação Profissional e Administração Pública*. Almedina, 1997.

OGANDO, José João de Avillez. *Os deveres de informação permanente no mercado de capitais*. Separata da Revista da Ordem dos Advogados. Ano 64, I/II, 2004.

OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. *Manual de Corporate Finance*. Almedina, 2.^a edição, 2017.

PACA, Cremildo. *As Autoridades Administrativas Independentes e o Provedor de Justiça no Direito Angolano*. 1.^a edição, Edições Maianga, 2011.

PERES, Jorge Leão. “Caracterização do Sistema Financeiro Angolano”. In *InforBanca* (*Revista do Instituto de Formação Bancária*). Ano XXI, n.º 80, Abril-Junho, 2009. (Consultado em 21 /Fevereiro/2020. Disponível na Internet: <https://www.ifb.pt/wp-content/uploads/2018/05/IFB-InforBanca_080.pdf>).

PINA, Carlos Costa. *Dever de informação e responsabilidade pelo prospecto no mercado primário de valores mobiliários*. Coimbra, 1999.

POTO, Margherita – “The supervisory authorities of the financial sector”. In: *Estudos sobre Regulação e Crises dos Mercados Financeiros*. Rio de Janeiro, 2011.

- RODRIGUES, Raúl Carlos de Freitas. O consumidor no Direito Angola, Almedina, 2009.
- RICARDO, Fernando Pereira. As cativações e a autonomia administrativa e financeira das entidades reguladoras independentes (e da AdC em particular). In: *Revista da Concorrência e Regulação*, pp.79-99. Ano IX, nº 35, Julho – Setembro, 2018.
- RODRIGUES N. Sofia. *A proteção do Investidor no Mercado de Valores Mobiliários*. Almedina, 2001.
- ROQUE, Ana. Regulação do Mercado. Novas tendências. Quid Iuris, 2014.
- SARAIVA, Rute. *Direito dos Mercados Financeiros*. 2ª edição, , AAFDL, 2015.
- SCHOENMAKER Dirk; VÉRON, Nicolas. “A twin peaks vision for Europe”. *Policy Contribution Issue* n.º 30 | November 2017. (Consultado em 12/Outubro/2019). Disponível na internet < <http://bruegel.org/wp-content/uploads/2017/11/PC-30-2017-1.pdf>>.
- SILVA, João Calvão da. *A Responsabilidade Civil do Produtor*. Almedina, 1999.
- SILVA, Paula Costa e. “Compra, Venda e Troca de Valores Mobiliários”. In: *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, Lisboa, 1997.
- ANGELIDES, Phil *et al.*. *The Financial Crisis Enquiry Report*. Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States. 2011.
- Official Government Edition. (Consultado em 02/Março/2020). Disponível na Internet: < <https://www.govinfo.gov/content/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>>.
- The World Bank . *Good Practices for Financial Consumer Protection*. June 2012. (Consultado em 15/Novembro/2019). Disponível na internet: < https://siteresources.worldbank.org/EXTFINANCIALSECTOR/Resources/Good_Practices_for_Financial_CP.pdf>.

- THYGERSON, Kenneth J. *Financial Markets and Institutions, a Managerial Approach*. 1993, HarperCollins College Publishers.
- VALANT, Jana – *Improving the financial literacy of European consumers*. European Parliamentary Research Service, 2015. (Consultado em 5/Novembro/2019). Disponível na internet: <[https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2015/557020/EPRS_BRI\(2015\)557020_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2015/557020/EPRS_BRI(2015)557020_EN.pdf)>.
- VAUPLANE, Hubert de; BORNET, Jean-Pierre. *Droit des Marchés Financier*, Litec, 1998.
- VEIL, Rudiger. *European Capital Markets Law*, 2nd edition, Hart Publishing, Portland, 2017.
- VERÓN, Nicolas. “Charting the next steps for the EU financial supervisory architecture”. *Policy Contribution Issue* n.º 16, 2017. (Consultado em 11/Outubro/2019). Disponível na internet: <<https://bruegel.org/wp-content/uploads/2017/06/PC-16-2017-1.pdf>>.
- WAGNER, Amie; WALSTAD, WILLIAM B. “The Effects of Financial Education on Short-Term and Long-Term Financial Behaviors”. *Journal of Consumer Affairs*, Vol. 53 Issue 1, 2019, pp. 234-259. (Consultado em 14/Novembro/2019). Disponível na Internet: <http://widgets.ebscohost.com/prod/customerspecific/ns000558/fakeproxy/index.php?url=http%3a%2f%2fsearch.ebscohost.com%2flogin.aspx%3fdirect%3dtrue%26db%3dbth%26AN%3d135078474%26lang%3dpt-pt%26site%3dedslive%26scope%3dsite>.
- ZUNZUNEGUI, Fernando. *Derecho del Mercado Financiero*. tercera edición, Marcial Pons, Madrid, 2005.

LEGISLAÇÃO: ANGOLA

- Constituição da República de Angola (2010)
- Lei n.º 22/15, de 31 de Agosto (aprova o Código de Valores Mobiliários)
- Lei n.º 12/15, de 17, de Junho (Lei de base das Instituições Financeiras)
- Lei n.º 16/10, de 15 de Julho (Lei do Banco Nacional de Angola)
- Lei n.º 11/13, de 3 de Setembro (Lei de base do sector empresarial público)
- Lei n.º 15/03, de 22 de Julho (Lei de defesa do consumidor)
- Lei n.º 7/15, de 15 de Junho (Lei Geral do Trabalho)
- Lei n.º 12/16, de 12 de Agosto (Regime jurídico da mediação de conflitos e conciliação)
- Lei n.º 6/2012, de 18 de Janeiro (Regime jurídico das associações)
- Lei n.º 2/20, de 19 de Fevereiro (Novo regime jurídico dos Institutos públicos)
- Decreto-Lei n.º 9/03, de 28 de Outubro (Organização, Estrutura e Funcionamento dos Institutos Públicos)
- Decreto-Legislativo presidencial n.º 5/19, de 2 de Maio (Fundos de Garantia)
- Decreto-Presidencial 2/13, de 25 de Junho (Lei dos Institutos públicos)
- Decreto Presidencial n.º 54/13, de 6 de Junho (Estatuto Orgânico da CMC)
- Decreto presidencial n.º 97/14, de 7 de Maio (Criação Bodiva)
- Decreto Presidencial n.º 250/19, de 5 de Agosto (PROPRIV).
- Regulamento n.º 6/16, de 7 de Junho (Dever de informação)
- Regulamento 1/15, de 15 de Maio (autorização agentes de intermediação)
- Regulamento CMC n.º 2/17, de 7 de Dezembro (regime jurídico dos mercados regulamentados)
- Aviso n.º 12/16, de 18 de Julho- BNA (Protecção dos Consumidores dos Produtos e Serviços Financeiros)
- Instrução Bodiva n.º 2/17 (Da admissão de membro)
- Regra Bodiva n.º 2/18
- Regra Bodiva 2/18, de 18 de Dezembro

LEGISLAÇÃO: PORTUGUESA/INTERNACIONAL

- Lei n.º 8 078, de 11 de Setembro de 1990 (Cód.DC)
- Lei n.º 35/2018, de 20 de Julho
- Lei n.º 24/96, de 31 de Julho (LDC)
- Decreto n.º 133/2009, de 2 de Junho (Regime jurídico do Contrato de Crédito a Consumidores)
- Decreto-Lei n.º 157/2014 de 24 de outubro (altera o decreto que aprova o

- Código de Valores Mobiliários)
- Decreto-Lei n.º 228/2000, de 23 de Setembro (CNSF)
 - Decreto-Lei n.º 1/2012, de 27 de Janeiro (Cód.MVM)
 - Decreto-Lei n.º 157/2014, de 24 de Outubro
 - Decreto-Lei 24/2014, de 14 de Fevereiro (transp. Directiva 2011/83/EU)
 - Decreto-Lei 29/2006, de 15 de Fevereiro (Regime de funcionamento do sistema eléctrico)
 - Decreto-Lei n.º 222/97, de 22 de Junho (Sistema de Indemnização dos Investidores)
 - Directiva n.º 2013/36/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho (acesso à actividade das instituições de crédito e à supervisão prudencial das instituições de crédito e empresas de investimento)
 - Directiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de Maio de 2014 (MiFID II)
 - Directiva 2000/31/CE, de 8 de Junho (Comércio electrónico)
 - Directiva 2011/83/EU, do Parlamento europeu e do Conselho (direitos dos consumidores)
 - Directiva 97/9/CE do Parlamento Europeu e do Conselho (Sistemas de indemnização dos investidores)
 - Regulamento (UE) 2017/2402, de 12 de Dezembro do PEC
 - Regulamento 1/2001- Euronext Lisbon
 - Despacho 1041-B/2017 (Ministro das Finanças)
 - Financial Sector Regulation Act n.º 9 de 2017

ÍNDICE

DECLARAÇÃO ANTI PLÁGIO.....	III
DEDICATÓRIA.....	IV
AGRADECIMENTOS.....	V
MODO DE CITAR E CONVENÇÕES.....	VI
LISTAS DE SIGLAS, ACRÓNIMOS E ABREVIATURAS.....	VII
DECLARAÇÃO DO NÚMERO DE CARACTERES.....	VIII
RESUMO.....	IX
ABSTRACT.....	IX
INTRODUÇÃO.....	10
CAPÍTULO I: SISTEMA E MERCADO FINANCEIRO ANGOLANO.....	11
1.1 BREVE PERCURSO HISTÓRICO.....	11
1.2 MERCADOS FINANCEIROS: NOÇÃO E FUNÇÕES.....	13
1.3 CLASSIFICAÇÃO DOS MERCADOS FINANCEIROS.....	15
1.2.1 Mercado primário e mercado secundário.....	16
Mercado regulamentado e não regulamentado.....	18
1.3.2 Mercado de capitais e mercado monetário.....	19
1.3.3 Mercado obrigacionista e mercado accionista: pressupostos de admissão à negociação.....	20
1.4 REGIME JURÍDICO DOS MERCADOS REGULAMENTADOS EM ÂNGOLA: ADMISSÃO AO MERCADO BOLSISTA.....	23
CAPÍTULO II: O INVESTIDOR NO MERCADO DE CAPITAIS.....	27
2.1 NOÇÃO E CATEGORIA DE INVESTIDORES.....	27
2.2 INVESTIDOR E CONSUMIDOR.....	31
2.3 A PROTECÇÃO DOS INVESTIDORES: FUNDAMENTOS E LIMITES.....	34
CAPÍTULO III: REGULAÇÃO E SUPERVISÃO DO MERCADO FINANCEIRO	39
3.1 NOÇÃO E OBJECTIVOS DA REGULAÇÃO FINANCEIRA.....	39

3.2	MODELOS DE SUPERVISÃO.....	43
3.2.1	Modelo centralizado	43
3.2.2	Modelo institucional.....	44
3.2.3	Modelo funcional.....	46
3.2.4	Modelo híbrido.....	49
3.3	REGULAÇÃO E INOVAÇÃO FINANCEIRA	49
3.4	OS PROBLEMAS DA REGULAÇÃO	51
3.5	A SUPERVISÃO DO MERCADO DE CAPITAIS EM ANGOLA.....	52
3.5.1	Natureza jurídica da CMC	55
3.5.2	A CMC enquanto entidade reguladora (in) dependente	58
3.2.3	Independência formal e de facto	63
3.2.4	A dupla supervisão entre o BNA e a CMC	66
CAPÍTULO IV: O REGIME DE PROTECÇÃO DOS INVESTIDORES EM ANGOLA.....		68
SECÇÃO I: MEDIDAS GERAIS DE PROTECÇÃO DO INVESTIDOR		68
4.1	RELEVÂNCIA DA INFORMAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS	68
4.1.1	A informação como medida geral de protecção do investidor.....	70
4.1.2	O regime da informação: requisitos normativos da qualidade da informação.....	71
4.1.3	Os sujeitos passivos do dever de informar	76
a)	Os emitentes	76
b)	Os intermediários financeiros	77
4.2	FORMAÇÃO E INFORMAÇÃO FINANCEIRA AOS INVESTIDORES.....	79
SECÇÃO II: MEDIDAS ESPECÍFICAS DE PROTECÇÃO.....		83
4.3	ACÇÃO POPULAR	83
4.4	ASSOCIAÇÃO DE DEFESA DOS INVESTIDORES	85
4.5	MEDIAÇÃO DE CONFLITOS.....	86
4.6	FUNDOS DE GARANTIA	88
CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES.....		91
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....		93

LEGISLAÇÃO: ANGOLA	102
LEGISLAÇÃO: PORTUGUESA/INTERNACIONAL.....	102